

**DAMPAK KEBIJAKAN DIVIDEN TERHADAP NILAI PERUSAHAAN
DALAM KAJIAN PERILAKU OPORTUNISTIK MANAJERIAL
DAN STRUKTUR *CORPORATE GOVERNANCE*
Studi Empiris Pada Perusahaan Manufaktur *Go Public*
Di Pasar Modal Indonesia**

DISERTASI

Diajukan Untuk Memperoleh Gelar Doktor Ilmu Ekonomi
Dalam Bidang Manajemen dengan Kajian Manajemen Keuangan Pada
Program Doktor Ilmu Ekonomi Universitas Diponegoro Semarang



Oleh:

**MUHAMAD UMAR MAI
NIM: C5B 007 010**

**PROGRAM STUDI DOKTOR ILMU EKONOMI
UNIVERSITAS DIPONEGORO
SEMARANG
2010**

DISERTASI

DAMPAK KEBIJAKAN DIVIDEN TERHADAP NILAI PERUSAHAAN DALAM KAJIAN PERILAKU OPORTUNISTIK MANAJERIAL DAN STRUKTUR *CORPORATE GOVERNANCE* Studi Empiris Pada Perusahaan Manufaktur *Go Public* Di Pasar Modal Indonesia

MUHAMAD UMAR MAI
NIM: C5B 007 010

Semarang, Mei 2010

Telah Disetujui Untuk Dipertahankan Dihadapan Sidang Senat Terbuka
Ujian Promosi Doktor Ilmu Ekonomi Bidang Manajemen
Pada Program Doktor Ilmu Ekonomi Universitas Diponegoro Semarang

Oleh:

Promotor

Prof. Dr. H. SUGENG WAHYUDI, MM.

Co-Promotor

Prof. Dr. H. IMAM GHOZALI, M.Com., Akt. Dr. H.M. CHABACHIB, M.Si., Akt.

PERNYATAAN KEASLIAN DISERTASI

Yang bertanda tangan di bawah ini,

Nama : **MUHAMAD UMAR MAI**

NIM : **C5B 007 010**

Menyatakan dengan sesungguhnya bahwa disertasi dengan

Judul: DAMPAK KEBIJAKAN DIVIDEN TERHADAP NILAI PERUSAHAAN
DALAM KAJIAN PERILAKU OPORTUNISTIK MANAJERIAL DAN
STRUKTUR *CORPORATE GOVERNANCE* (Studi Empiris Pada Perusahaan
Manufaktur *Go Public* di Pasar Modal Indonesia)

adalah benar hasil karya saya sendiri dan tidak terdapat karya yang pernah diajukan untuk memperoleh gelar akademik di semua perguruan tinggi. Di dalam disertasi ini tidak terdapat keseluruhan atau sebagian tulisan atau gagasan orang lain kecuali kutipan-kutipan yang semua telah penulis jelaskan sumbernya.

Apabila di kemudian hari ditemukan hal-hal yang tidak sesuai dengan pernyataan ini, saya bersedia mempertanggungjawabkan sesuai dengan ketentuan yang berlaku.

Semarang, Mei 2010
Penulis

MUHAMAD UMAR MAI

ABSTRACT

The purpose of this research, conceptually, is to develop new theoretical approach, as an effort to finish the conceptual controversy about dividend policy and its consequences to firm's value. The exertion is to include managerial opportunistic behavior into the perspective of agency theory and corporate governance structure, until the proposed of a new grand theoretical model can be develop.

Operationally, this research have an intention to sintesize and empirically tested about: impact of corporate governance structure to managerial opportunistic behavior; mechanism of managerial opportunistic behavior impact's to dividend policy and value of the firm; impact of dividend policy to firm's value; and mechanism of corporate governance structure impact's to dividend policy and value of the firm.

The population of this study is manufacturing companies listed in Indonesia Stock Exchange with the observation period starting from year of 2000 until the year of 2007. Data collection method used was purposive sampling method, and obtained as many as 154 sample firms. Subsequently, all hypotheses in this research is tested with path analysis through Amos 16.0. program package.

The findings of this study indicate that corporate governance structure capable of reducing the tendency of managers to behave opportunistic. Increased dividend payments increasing influence on firm value, and both variables are largely determined by the ability of companies to make profits. Meanwhile, the company's ability to make profits are determined by the choice of a risky investment as a consequence of investing in projects that have a positive net present value. The findings of this study could not show that profitability mediate causality between managerial opportunistic behavior and dividend policy. However, the findings of this study may indicate that the profitability mediating the relationship between managerial opportunistic behavior and the firm's value. Finally, the results of this study could not show that dividend policy mediate causality between corporate governance structure and the value of the company. Thus, the influence of corporate governance structures on firm value is relatively straightforward.

Keywords : dividend policy, corporate values, managerial opportunistic behavior, and structure of corporate governance.

ABSTRAK

Secara konseptual tujuan yang ingin dicapai dalam penelitian ini adalah untuk mengembangkan pendekatan-pendekatan teoritikal baru, sebagai upaya untuk menyelesaikan kontroversi konseptual tentang dampak kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan. Adapun, upaya yang dilakukan adalah dengan cara mengikutsertakan perilaku oportunistik manajerial dalam perspektif *agency theory* dan struktur *corporate governance*, sehingga dapat dibangun suatu *grand theoretical model* yang diusulkan.

Secara operasional penelitian ini bertujuan untuk mensintesis dan menguji secara empiris: pengaruh struktur *corporate governance* terhadap perilaku oportunistik manajerial; mekanisme pengaruh perilaku oportunistik manajerial terhadap kebijakan dividen dan nilai perusahaan; pengaruh kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan; serta mekanisme pengaruh struktur *corporate governance* terhadap kebijakan dividen, dan nilai perusahaan.

Populasi penelitian ini adalah perusahaan-perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia dengan kurun waktu pengamatan mulai tahun 2000 sampai dengan tahun 2007. Metode pengumpulan data yang digunakan adalah *purposive sampling*, dan diperoleh sebanyak 154 sampel perusahaan. Selanjutnya, pengujian terhadap seluruh hipotesis dalam penelitian ini adalah menggunakan *path analysis* melalui paket program Amos 16,0.

Temuan penelitian ini menunjukkan bahwa struktur *corporate governance* mampu mengurangi kecenderungan dari para manajer untuk berperilaku oportunistik. Peningkatan pembayaran dividen berpengaruh terhadap kenaikan nilai perusahaan, dan kedua variabel tersebut adalah sangat ditentukan oleh kemampuan perusahaan dalam memperoleh laba. Adapun, kemampuan perusahaan dalam memperoleh laba tersebut adalah sangat ditentukan oleh pilihan investasi yang berisiko sebagai konsekuensi melakukan investasi pada proyek-proyek yang mempunyai *net present value* positif. Temuan penelitian ini tidak dapat menunjukkan bahwa profitabilitas memediasi hubungan kausalitas antara perilaku oportunistik manajerial dan kebijakan dividen. Namun, temuan penelitian ini dapat menunjukkan bahwa profitabilitas memediasi hubungan kausalitas antara perilaku oportunistik manajerial dan nilai perusahaan. Terakhir, temuan penelitian ini tidak dapat menunjukkan bahwa kebijakan dividen memediasi hubungan kausalitas antara struktur *corporate governance* dan nilai perusahaan. Dengan demikian, pengaruh struktur *corporate governance* terhadap nilai perusahaan adalah bersifat langsung.

Kata kunci: kebijakan dividen, nilai perusahaan, perilaku oportunistik manajerial, dan struktur *corporate governance*.

KATA PENGANTAR

Bismillahirrokhmannirrohim,

Segala puja dan puji serta syukur dipanjatkan ke khadirat Ilahi Robbi, Tuhan Yang Maha Esa, Yang Maha Pengasih dan Yang Maha Penyayang, atas segala berkat limpahan rahmat, hidayah, dan karuniaNya sehingga dimungkinkan penulis dapat menyelesaikan karya disertasi ini. Disertasi ini disusun sebagai bagian dari persyaratan untuk memperoleh derajat Doktor Ilmu Ekonomi pada Program Doktor Ilmu Ekonomi Universitas Diponegoro, Semarang.

Disadari sepenuhnya bahwa tanpa perkenan dan ridho-Nya, kesungguhan, ketekunan, dan kerja keras, serta bantuan dan dukungan dari berbagai pihak, maka karya disertasi ini tidak akan pernah terselesaikan. Oleh karena itu pada kesempatan ini penulis haturkan banyak terimakasih dan penghargaan yang setinggi-tingginya kepada yang terhormat: Prof. Dr. dr. Susilo Wibowo, MS, Med, Sp. And, selaku Rektor Universitas Diponegoro; Prof. Dr. Ir. Sunarso, MS. selaku sekretaris senat Universitas Diponegoro; Prof. Drs. Y. Warella, MPA., Ph.D, selaku Direktur Program Pascasarjana Universitas Diponegoro; Dr. H.M. Chabachib, M.Si., Akt., selaku Dekan Fakultas Ekonomi Universitas Diponegoro, beserta jajarannya yang telah memberikan kesempatan kepada penulis untuk menimba ilmu pengetahuan dan menjadi bagian dari civitas akademika pada Fakultas Ekonomi Universitas Diponegoro Semarang. Penulis haturkan banyak terimakasih dan penghargaan yang setinggi-tingginya kepada yang terhormat Prof. Dr. H. Imam Ghozali, M.Com, Akt. selaku ketua Program Doktor Ilmu Ekonomi Universitas Diponegoro Semarang, yang pada akhir dari studi penulis telah digantikan oleh Prof. Dr. H. Sugeng Wahyudi, MM., beserta jajarannya yang telah memberikan kesempatan kepada penulis untuk menimba ilmu pengetahuan dan yang telah memberi ijin untuk menggunakan banyak fasilitas akademis sehingga studi program doktor ini dapat berjalan dengan lancar.

Ucapan terimakasih yang sangat tulus dan penghargaan yang setinggi-tingginya dihaturkan kepada yang terhormat Prof. Dr. H. Sugeng Wahyudi, MM.

selaku Promotor dan Prof. Dr. H. Imam Ghozali, M.Com, Akt. serta Dr. H.M. Chabachib, M.Si., Akt., masing-masing selaku Ko Promotor, yang secara bersama-sama telah memberikan bimbingan dan arahan dengan tulus ikhlas dari awal pendampingan akademik persiapan disertasi, penulisan proposal sampai dengan akhir penyelesaian disertasi ini. Saran-saran, kebijaksanaan, masukan-masukan yang membangun dan dorongan yang terus-menerus disertai dukungan dan bimbingan yang sangat berharga telah memotivasi penulis untuk menyelesaikan disertasi ini. Sekali lagi, kepada beliau bertiga yang sangat terpelajar, secara tulus dan penuh hormat penulis haturkan ucapan terimakasih dan penghargaan yang setinggi-tingginya. Semoga Allah SWT membalas amal dan budi baik beliau bertiga dengan pahala yang berlipat ganda.

Ucapan terimakasih disampaikan kepada Prof. Dr. Augusty Tae Ferdinand, MBA.; Prof. Dr. H. Miyasto, SU.; Prof. Dr. H. Suyudi Mangunwihardjo; Prof. Dr. H. Arifin Sabeni, M.Com (Horn)., Akt.; Dr. H. Syuhada Sufyan, MSIE; dan Dr. Ibnu Widiyanto, MA. yang telah memberi perhatian, dorongan semangat dan nasehat untuk menyelesaikan studi ini dengan cepat; demikian juga masukan-masukan yang sangat berharga untuk lebih menyempurnakan penulisan karya disertasi ini ketika bertindak sebagai *reviewer* pada ujian-ujian kolokium maupun sebagai penguji pada ujian pra kualifikasi (prelim), ujian proposal disertasi, seminar hasil disertasi, penilaian kelayakan disertasi, dan ujian pra promosi. Ucapan terimakasih yang tulus juga disampaikan penulis kepada Prof. Dr. Tatang Ary Gumanti, SE., M.Buss. dari Universitas Jember, terimakasih atas masukan-masukan yang sangat berharga untuk lebih menyempurnakan penulisan karya disertasi ini ketika beliau bertindak sebagai penguji eksternal pada waktu ujian pra promosi.

Pada kesempatan ini penulis mengucapkan banyak terimakasih dan penghormatan yang tinggi kepada Dr. Sulyanto, SE. MM., kepada rekan-rekan dosen di Politeknik Negeri Bandung atas pengertian dan motivasinya agar dapat segera menyelesaikan studi ini. Terimakasih dihaturkan kepada Adi Irwansyah, SE., M.Si., dan Ruhadi, SE., ME., Ir. M. Edman Syarif, MM. atas segala bantuan dan

kesempatan diskusi dalam berbagai permasalahan terutama tentang analisis data. Terimakasih khusus dihaturkan kepada Dadang Hermawan, SE., M.Si., yang telah memberi banyak fasilitas akademis sehingga studi pada program doktor ini dapat berjalan dengan lancar. Tanpa mengurangi rasa hormat, penulis juga mengucapkan terimakasih kepada semua pihak yang tidak dapat penulis sebutkan satu persatu, yang telah membantu dalam bentuk apapun, terutama doa untuk kelancaran disertasi ini.

Ucapan terimakasih yang amat sangat, dihaturkan kepada kedua orang tua penulis yang telah melahirkan, mengasuh membimbing dan mendidik penulis dengan ikhlas dan penuh kasih sayang, sehingga penulis menjadi orang yang mandiri. Akhirnya, untuk yang terpenting dalam hidup penulis, istri tercinta Lilin Andiyani, SH. dan anak-anak tercinta Yoko Arief Rahandi, SH. dan Danny Achmad Fauzi, terimakasih atas segala bentuk kesabaran, perhatian dan doanya. Terimakasih penulis haturkan kepada keluarga kakak di Semarang, Mbak Murwati Anggriyani beserta anak-anaknya Diani Prawati, ST. dan Nathalia Puspita Sari, SE., yang telah memberikan banyak bantuan sehingga studi pada program doktor ini dapat berjalan dengan lancar. Bukan suatu kesengajaan apabila penulis tidak mampu menyebutkan satu persatu kepada pihak yang telah membantu terselesainya studi ini. Penulis mohon maaf dan sekali lagi menghaturkan terimakasih yang tak terhingga, semoga Allah SWT membalas amal baik mereka dan melimpahkan rahmat serta hidayah-Nya.

Disadari bahwa disertasi ini mempunyai banyak keterbatasan, oleh karena itu penulis memohon maaf kepada semua pihak yang terkait dalam penulisan disertasi ini atas segala kekurangan dan kekhilafan ini. Akhirnya penulis berharap semoga disertasi ini memberikan banyak manfaat bagi berbagai pihak, khususnya bagi perkembangan ilmu manajemen dan penelitian-penelitian keuangan. Semoga, karya ini dapat memberikan manfaat yang banyak bagi pembacanya.

Semarang, Mei 2010

Penulis

DAFTAR ISI

HALAMAN JUDUL	i
HALAMAN PERSETUJUAN	ii
PERNYATAAN KEASLIAN DISERTASI	iii
KATA PENGANTAR	iv
ABSTRAKSI	vii
<i>ABSTRACT</i>	viii
INTISARI	ix
<i>SUMMARY</i>	xix
DAFTAR TABEL	xxxv
DAFTAR GAMBAR	xxxviii
DAFTAR LAMPIRAN	xl
<i>GLOSSARY</i>	xlii
 BAB I PENDAHULUAN	
1.1 Latar Belakang Penelitian.....	1
1.2 <i>Theory Gap</i>	9
1.3 <i>Research Gap</i>	14
1.4 Fenomena Bisnis Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia.....	42
1.5 Masalah Penelitian.....	58
1.6 Pertanyaan Penelitian.....	59

1.7 Orisinalitas Penelitian.....	60
1.8 Tujuan Penelitian.....	63
1.9 Manfaat Penelitian.....	64
1.10 Lingkup Disertasi.....	67

BAB II. TELAAH PUSTAKA DAN PENGEMBANGAN MODEL TEORITIS DAN EMPIRIS

2.1 Pengembangan Model Teoritis.....	70
2.1.1 Teori Keagenan (<i>Agency Theory</i>).....	70
2.1.2 Teori Dividen Residual.....	75
2.1.3 <i>Information Content of Dividends or Signaling Hypothesis</i>	77
2.1.4 Dividen sebagai Pengurang Konflik Keagenan.....	80
2.1.5 Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Kebijakan Dividen.....	85
2.1.6 Nilai Perusahaan.....	98
2.1.7 <i>Contracting Theory</i>	106
2.1.8 <i>Free Cash Flow Hyporhesis</i>	109
2.1.9 Perilaku Oportunistik Manajerial dalam Perspektif Teori Keagenan.....	112
2.1.10 Analisis Lingkungan Strategis.....	121
2.1.11 Teori dan Struktur <i>Corporate Governance</i>	125
2.1.12 Struktur <i>Corporate Governance</i> dan Kebijakan Dividen.....	135

2.1.13	Kepemilikan Saham dan Keanggotaan Dewan Komisaris sebagai Struktur <i>Corporate Governance</i>	140
2.1.13.1	Kepemilikan Saham sebagai Struktur <i>Corporate Governance</i>	142
2.1.13.2	Keanggotaan Dewan Komisaris sebagai Struktur <i>Corporate Governance</i>	146
2.1.14	<i>Corporate Social Responsibility</i> sebagai <i>Good Corporate Governance</i>	148
2.2	Model Teoritikal Dasar.....	155
2.3	Pengaruh Struktur <i>Corporate Governance</i> terhadap Perilaku Oportunistik Manajerial	157
2.4	Pengaruh Perilaku Oportunistik Manajerial terhadap Kebijakan Dividen dan Nilai Perusahaan, serta Mediasi Profitabilitas.....	173
2.5	Pengaruh Struktur <i>Corporate Governance</i> terhadap Nilai Perusahaan, serta Mediasi Kebijakan Dividen.....	202
2.6	Pengaruh Mediasi <i>Dividend Payout Ratio</i> terhadap Hubungan antara Struktur <i>Corporate Governance</i> dengan Nilai Perusahaan.....	222

BAB III METODE PENELITIAN DAN TEKNIK ANALISIS

3.1	Desain Penelitian.....	228
3.2	Jenis dan Sumber Data.....	229
3.3	Populasi dan Sampel.....	230
3.3.1	Populasi.....	230
3.3.2	Sampel.....	231
3.4	Definisi Operasional dan Pengukuran Variabel.....	232

3.5 Metode Analisis Data.....	248
3.5.1 Diagram Jalur Model Penelitian Empiris.....	249
3.5.1.1 Diagram Jalur Model penelitian Empiris 1.....	250
3.5.1.2 Diagram Jalur Model penelitian Empiris 2.....	252
3.5.1.3 Diagram Jalur Model penelitian Empiris 3.....	257
3.5.2 Penilaian Asumsi-Asumsi Model Persamaan Struktural....	262
3.5.3 Uji Kesesuaian Model (<i>Goodness of Fit</i>).....	262

BAB IV ANALISIS DATA

4.1 Obyek Penelitian.....	266
4.2 Statistik Deskriptif.....	279
4.3 Pengujian Model Penelitian Empiris	283
4.3.1 Pengujian Model Penelitian Empiris 1	283
4.3.1.1 Pengujian Asumsi Model Penelitian Empiris 1.....	285
4.3.1.2 Pengujian Kelayakan Model Penelitian Empiris 1..	290
4.3.1.3 Pengujian Hipotesis Model Penelitian Empiris 1....	295
4.3.2 Pengujian Model Penelitian Empiris 2.....	299
4.3.2.1 Pengujian Asumsi Model Penelitian Empiris 2.....	301
4.3.2.2 Pengujian Kelayakan Model Penelitian Empiris 2..	307
4.3.2.3 Pengujian Hipotesis Model Penelitian Empiris 2....	311
4.3.3 Pengujian Model Penelitian Empiris 3.....	326
4.3.3.1 Pengujian Asumsi Model Penelitian Empiris 3.....	328

4.3.3.2 Pengujian Kelayakan Model Penelitian Empiris 3..	334
4.3.3.3 Pengujian Hipotesis Model Penelitian Empiris 3....	338
4.4 Ringkasan Hasil Pengujian Hipotesis	346

BAB V PEMBAHASAN HASIL PENELITIAN

5.1 Pendahuluan.....	351
5.2 Pembahasan Hasil Pengujian Pengaruh Struktur <i>Corporate Governance</i> terhadap Perilaku Oportunistik Manajerial.....	352
5.2.1 Pembahasan Hasil Pengujian Pengaruh <i>Institutional Ownership, Boards Independent</i> , dan <i>Boards Size</i> terhadap <i>Debt to Assets Ratio</i>	353
5.2.2 Pembahasan Hasil Pengujian Pengaruh <i>Institutional Ownership, Boards Independent</i> , dan <i>Boards Size</i> terhadap <i>Systematic Risk</i>	358
5.3 Pembahasan Hasil Pengujian Pengaruh Perilaku Oportunistik Manajerial Terhadap Kebijakan Dividen dan Mediasi Profitabilitas.....	363
5.3.1 Pembahasan Hasil Pengujian Pengaruh <i>Debt to Assets Ratio, Firm Size</i> dan <i>Systematic Risk</i> terhadap <i>Return on Equity</i>	364
5.3.2 Pembahasan Hasil Pengujian Pengaruh <i>Debt to Assets Ratio, Firm Size</i> dan <i>Return on Equity</i> terhadap <i>Dividend Payout Ratio</i>	372
5.3.3 Pembahasan Hasil Pengujian Pengaruh Mediasi <i>Return on Equity</i> terhadap Hubungan Perilaku Oportunistik Manajerial dengan Kebijakan Dividen.....	376
5.4 Pembahasan Hasil Pengujian Pengaruh Perilaku Oportunistik Manajerial Terhadap Nilai Perusahaan dan Mediasi Profitabilitas.....	379

5.4.1 Pembahasan Hasil Pengujian Pengaruh <i>Firm Size</i> , <i>Systematic Risk</i> , dan <i>Return on Equity</i> terhadap <i>Tobin's q</i> ...	380
5.4.2 Pembahasan Hasil Pengujian Pengaruh Mediasi <i>Return On Equity</i> terhadap Hubungan Perilaku Oportunistik Manajerial dengan Nilai Perusahaan.....	385
5.5 Pembahasan Hasil Pengujian Pengaruh Struktur <i>Corporate Governance</i> terhadap Nilai Perusahaan dan Mediasi Kebijakan Dividen.....	388
5.5.1 Pembahasan Hasil Pengujian Pengaruh <i>Institutional Ownership</i> , <i>Boards Independent</i> dan <i>Boards Size</i> terhadap <i>Dividend Payout Ratio</i>	389
5.5.2 Pembahasan Hasil Pengujian Pengaruh <i>Institutional Ownership</i> , <i>Boards Size</i> , dan <i>Dividend Payout Ratio</i> terhadap Nilai Perusahaan (<i>Tobin's q</i>).....	393
5.5.3 Pembahasan Hasil Pengujian Pengaruh Mediasi <i>Dividend Policy</i> Terhadap Hubungan Struktur <i>Corporate Governance</i> dengan Nilai Perusahaan.....	398
5.6 Kontribusi Hasil Penelitian terhadap Upaya Pengembangan Teori dan Implementasi Kebijakan Dividen.....	402
 BAB VI KESIMPULAN, IMPLIKASI DAN KETERBATASAN	
6.1 Kesimpulan Hasil Penelitian.....	411
6.2 Implikasi Hasil Penelitian.....	426
6.3 Keterbatasan dan Agenda Penelitian Mendatang.....	438
 DAFTAR PUSTAKA	 442

DAFTAR TABEL

TABEL 1.1	Ringkasan <i>Theory Gap</i> Pengaruh Kebijakan Dividen Terhadap Harga Saham atau Nilai perusahaan.....	12
TABEL 1.2	Ringkasan <i>Research Gap</i> Pengaruh <i>Dividend Policy</i> Terhadap Harga Saham atau Nilai Perusahaan.....	19
TABEL 1.3	Ringkasan <i>Research Gap</i> Pengaruh <i>Clienteles Effect</i> Terhadap Kebijakan Dividen.....	27
TABEL 1.4	Ringkasan <i>Research Gap</i> Pengaruh <i>Asymmetric Information</i> Terhadap Kebijakan Dividen.....	34
TABEL 1.5	Ringkasan <i>Research Gap</i> tentang Pengaruh <i>Corporate Governance</i> terhadap Kinerja atau Nilai Perusahaan.....	41
TABEL 1.6	Perusahaan-Perusahaan Manufaktur yang Membayar Dividen Tahun 2000 Sampai Dengan Tahun 2006.....	44
TABEL 1.7	Perusahaan-Perusahaan Manufaktur yang Tidak Membayar Dividen Tahun 2000 Sampai Dengan Tahun 2006.....	45
TABEL 1.8	Kondisi Keuangan Perusahaan Manufaktur yang Memperoleh Keuntungan dan Tidak Membayar Dividen Pada Tahun Yang Bersangkutan.....	47
TABEL 1.9	Kondisi Keuangan Perusahaan Manufaktur yang Memperoleh Keuntungan dan Tidak Membayar Dividen Pada Satu Tahun Sebelumnya.....	47
TABEL 1.10	Kondisi Keuangan Perusahaan Manufaktur yang Membayar Dividen Pada Tahun Yang Bersangkutan.....	55
TABEL 1.11	Kondisi Keuangan Perusahaan Manufaktur yang Membayar Dividen Pada Satu Tahun Sebelumnya.....	55
TABEL 3.1	Proses Pemilihan Sampel Penelitian.....	232
TABEL 3.2	Definisi Operasional dan Pengukuran Variabel Penelitian.....	246

TABEL 3.3	Pengaruh Langsung dan Tidak Langsung DAR dan SIZE Terhadap DPR yang Dimediasi oleh ROE.....	255
TABEL 3.4	Pengaruh Langsung dan Tidak Langsung SIZE dan RISK Terhadap TBNSQ yang Dimediasi ROE.....	256
TABEL 3.5	Pengaruh Langsung dan Tidak Langsung INSOWN dan BDSIZE Terhadap TBNSQ yang Dimediasi DPR.....	260
TABEL 3.6	<i>Cut off Value</i> Uji Ketepatan Model.....	265
TABEL 4.1	Tabulasi silang <i>Dividen Payout Ratio</i> dengan <i>Tobin,s Q</i>	267
TABEL 4.2	Tabulasi silang <i>Dividen Payout Ratio</i> dengan <i>Return on Equity</i>	268
TABEL 4.3	Tabulasi silang <i>Dividen Payout Ratio</i> dengan <i>Debt to Assets Ratio</i>	270
TABEL 4.4	Tabulasi Silang <i>Dividen Payout Ratio</i> dengan <i>Firm Size</i>	271
TABEL 4.5	Tabulasi Silang <i>Dividen Payout Ratio</i> dengan <i>Systematic Risk</i>	272
TABEL 4.6	Tabulasi Silang <i>Dividen Payout Ratio</i> dengan <i>Institutional Ownership</i>	274
TABEL 4.7	Tabulasi Silang <i>Institutional Ownership</i> dengan <i>Debt to Assets Ratio</i>	275
TABEL 4.8	Tabulasi Silang <i>Institutional Ownership</i> dengan <i>Firm Size</i>	276
TABEL 4.9	Tabulasi Silang <i>Boards Independent</i> dengan <i>Debt to Assets Ratio</i>	278
TABEL 4.10	Statistik Diskriptif.....	279
TABEL 4.11	Pengujian Normalitas Data Model Penelitian Empiris 1.....	286
TABEL 4.12	Pengujian <i>Univariate</i> dan <i>Multivariate Outliers</i> Model Penelitian Empiris 1.....	288

TABEL 4.13	Ringkasan Hasil Evaluasi <i>Goodness of Fit</i> Model Penelitian Empiris 1.....	294
TABEL 4.14	Pengujian Normalitas Data Model Penelitian Empiris 2.....	302
TABEL 4.15	Pengujian <i>Univariate</i> dan <i>Multivariate Outliers</i> Model Penelitian Empiris 2.....	305
TABEL 4.16	Ringkasan Hasil Evaluasi <i>Goodness of Fit</i> Model Penelitian Empiris 2.....	311
TABEL 4.17	Pengaruh Langsung dan Tidak Langsung DAR dan SIZE Terhadap DPR yang Dimediasi ROE.....	318
TABEL 4.18	Pengaruh Langsung dan Tidak Langsung SIZE dan RISK Terhadap TBNSQ yang Dimediasi ROE.....	323
TABEL 4.19	Pengujian Normalitas Data Model Penelitian Empiris 3.....	329
TABEL 4.20	Pengujian <i>Univariate</i> dan <i>Multivariate Outliers</i> Model Penelitian Empiris 3.....	332
TABEL 4.21	Ringkasan Hasil Evaluasi <i>Goodness of Fit</i> Model Penelitian Empiris 3.....	338
TABEL 4.22	Pengaruh Langsung dan Tidak Langsung INSOWN dan BDSIZE Terhadap TBNSQ yang Dimediasi DPR.....	345
TABEL 4.23	Ringkasan Hasil Pengujian Hipotesis	346

DAFTAR GAMBAR

GAMBAR 1.1	Lingkup Disertasi.....	67
GAMBAR 2.1	Model Piktografis Proposisi 1.....	105
GAMBAR 2.2	Model Piktografis Proposisi 2.....	121
GAMBAR 2.3	Model Piktografis Proposisi 3.....	155
GAMBAR 2.4	Usulan Model Teoritikal Dasar	156
GAMBAR 2.5	Model Penelitian Empirik 1 Struktur <i>Corporate Governance</i> dan Perilaku Oportunistik Manajerial.....	172
GAMBAR 2.6	Sub Model Satu Penelitian Empiris 2 Perilaku Oportunistik Manajerial, Kebijakan Dividen, dan Mediasi Profitabilitas.....	190
GAMBAR 2.7	Sub Model Dua Penelitian Empiris 2 Perilaku Oportunistik Manajerial, Nilai Perusahaan, dan Mediasi Profitabilitas.....	199
GAMBAR 2.8	Model Penelitian Empiris 2 Perilaku Oportunistik Manajerial, Kebijakan Dividen, dan Nilai Perusahaan Serta Mediasi Profitabilitas.....	201
GAMBAR 2.9	Model Penelitian Empiris 3 Struktur <i>Corporate Governance</i> dan Nilai Perusahaan Serta Mediasi Kebijakan Dividen.....	221
GAMBAR 2.10	Model Penelitian Empiris Terintegrasi: Struktur <i>Corporate Governance</i> , Perilaku Oportunistik Manajerial, Kebijakan Dividen, dan Nilai Perusahaan.....	226
GAMBAR 3.1	Diagram Jalur Model Penelitian Empiris 1 Struktur <i>Corporate Governance</i> dan Perilaku Oportunistik Manajerial.....	250

GAMBAR 3.2	Diagram Jalur Model Penelitian Empiris 2: Perilaku Oportunistik Manajerial, Kebijakan Dividen, Nilai Perusahaan, dan Mediasi Profitabilitas.....	252
GAMBAR 3.3	Diagram Jalur Model Penelitian Empiris 3: Struktur <i>Corporate Governance</i> , Nilai Perusahaan, dan Mediasi Kebijakan Dividen.....	257
GAMBAR 4.1	Diagram Hasil Analisis Jalur Model Penelitian Empiris 1 Mekanisme <i>Corporate Governance</i> dan Perilaku Oportunistik Manajerial.....	284
GAMBAR 4.2	Diagram Hasil Analisis Jalur Model Penelitian Empiris 2 Perilaku Oportunistik Manajerial, Kebijakan Dividen, Nilai Perusahaan, dan Mediasi Profitabilitas.....	300
GAMBAR 4.3	Distribusi <i>Chi-Square</i> Hasil <i>Bootstrapping</i> Model Penelitian Empiris 2.....	297
GAMBAR 4.4	Diagram Hasil Analisis Jalur Model Penelitian Empiris 3 Struktur <i>Corporate Governance</i> , Nilai Perusahaan, dan Mediasi Kebijakan Dividen.....	327
GAMBAR 4.5	Distribusi <i>Chi-Square</i> Hasil <i>Bootstrapping</i> Model Penelitian Empiris 3.....	330
GAMBAR 5.1	Strategi Pencapaian Dividen Optimal (SPDO).....	405

DAFTAR LAMPIRAN

Lampiran 1: Proses Pemilihan Sampel Penelitian.....	481
Lampiran 2: Daftar Nama-Nama Perusahaan Yang Menjadi Sampel.....	482
Lampiran 3: Data Penelitian.....	487
Lampiran 4a: <i>Crosstabs</i> antar variabel: <i>Dividen Payout Ratio</i> dengan <i>Tobin,s q</i>	491
Lampiran 4b: <i>Crosstabs</i> antar variabel: <i>Dividen Payout Ratio</i> dengan <i>Return on Equity</i>	492
Lampiran 4c: <i>Crosstabs</i> antar variabel: <i>Dividen Payout Ratio</i> dengan <i>Debt to Assets Ratio</i>	493
Lampiran 4d: <i>Crosstabs</i> antar variabel: <i>Dividen Payout Ratio</i> dengan <i>Systematic Risk</i>	494
Lampiran 4e: <i>Crosstabs</i> antar variabel: <i>Dividen Payout Ratio</i> dengan <i>Institutional Ownership</i>	495
Lampiran 4f: <i>Crosstabs</i> antar variabel: <i>Dividen Payout Ratio</i> dengan <i>Managerial Ownership</i>	496
Lampiran 4g: <i>Crosstabs</i> antar variabel: <i>Institutional Ownership</i> dengan <i>Debt to Assets Ratio</i>	497
Lampiran 4h: <i>Crosstabs</i> antar variabel: <i>Institutional Ownership</i> dengan <i>Debt to Assets Ratio</i>	498
Lampiran 4i: <i>Crosstabs</i> antar variabel: <i>Institutional Ownership</i> dengan <i>Debt to Assets Ratio</i>	499

Lampiran 5a: Statistik Deskriptif Data Unstandardize.....	500
Lampiran 5b: Statistik Deskriptif Data Standardize.....	500
Lampiran 6a: Digram Jalur Model Penelitian Empiris 1.....	501
Lampiran 6b: <i>Output</i> (Hasil Analisis Data) Model Penelitian Empiris 1 Menggunakan Paket Program Amos 1.6.....	502
Lampiran 7a: Digram Jalur Model Penelitian Empiris 2.....	518
Lampiran 7b: <i>Output</i> (Hasil Analisis Data) Model Penelitian Empiris 2 Menggunakan Paket Program AMOS 1.6.....	519
Lampiran 8a: Hasil Analisis Data Pengaruh DAR, SIZE, dan RISK terhadap ROE melalui Paket Program SPSS 14.....	536
Lampiran 8b: Hasil Analisis Data Pengaruh DPR, SIZE, RISK, dan ROE terhadap TBNSQ melalui Paket Program SPSS 14.....	537
Lampiran 9a: Digram Jalur Model Penelitian Empiris 3.....	538
Lampiran 9b: <i>Output</i> (Hasil Analisis Data) Model Penelitian Empiris 3 Menggunakan Paket Program AMOS 1.6.....	539

BAB I

PENDAHULUAN

1.1 Latar Belakang Penelitian

Pemegang saham adalah pemilik dari sebuah perseroan terbatas, dan mereka membeli saham karena mereka ingin mendapatkan pengembalian keuangan. Dalam kebanyakan kasus, pemegang saham akan memilih direksi, yang kemudian akan menunjuk para manajer untuk menjalankan perusahaan secara harian. Manajer bekerja mewakili para pemegang saham, artinya mereka hendaknya mematuhi kebijakan yang dapat meningkatkan nilai para pemegang saham (Brigham dan Houston, 2006). Oleh karena itu, secara normatif tujuan dari pengelolaan keuangan perusahaan adalah untuk meningkatkan nilai perusahaan, yang tercermin dari harga sahamnya (Wright dan Ferris, 1997, Walker 2000, dan Qureshi, 2006).

Tujuan perusahaan itu dapat dicapai melalui pelaksanaan fungsi-fungsi manajemen keuangan dengan hati-hati dan tepat, mengingat setiap keputusan keuangan yang diambil akan mempengaruhi keputusan keuangan yang lain yang berdampak terhadap nilai perusahaan (Jensen dan Smith, 1994; Fama dan French, 1998). Manajemen keuangan menyangkut penyelesaian atas keputusan penting yang diambil perusahaan, antara lain keputusan investasi, pendanaan, dan kebijakan dividen. Suatu kombinasi yang optimal atas ketiganya akan memaksimalkan nilai perusahaan, dengan demikian keputusan-keputusan tersebut saling berkaitan satu dengan lainnya (Mbodja dan Mukherjee, 1994, dan Qureshi, 2006).

Kebijakan dividen merupakan salah satu topik yang banyak diperdebatkan di dalam literatur keuangan dan masih menempati tempat yang terkemuka. Banyak penelitian yang telah memberikan kontribusi pemikiran teoritis dan menyediakan bukti empiris yang berkenaan dengan faktor penentu dari suatu kebijakan dividen perusahaan. Isu kebijakan dividen, bagaimanapun, adalah belum terpecahkan (Naceur et al., 2006). Sejalan dengan itu, Bhattacharyya (2007) menjelaskan bahwa kebijakan dividen merupakan suatu hal yang paling sulit dan merupakan tantangan bagi para ahli ekonomi keuangan. Tiga dekade yang lalu, Black (1976) menyatakan bahwa semakin kuat kita memperhatikan gambaran tentang dividen, maka semakin nyata hal itu terlihat seperti suatu teka-teki, dengan pecahan-pecahan yang berantakan dan yang tidak saling berkesesuaian. Brealey dan Myers (2005) memasukan permasalahan dividen dalam daftar salah satu dari sepuluh permasalahan yang penting yang belum terpecahkan dalam bidang keuangan.

Kajian-kajian ilmiah di bidang keuangan secara formal telah ikut serta dalam merumuskan teori untuk menjelaskan mengapa perusahaan harus membayar dividen atau tidak harus membayar dividen (Baker dan Powell, 1999). Dalam bentuk yang modern, bagaimanapun, teori kebijakan dividen adalah secara kuat bertalian dengan hasil kerja dari Miller dan Modigliani (1961) dengan *thesis* mereka *dividend policy irrelevance*. Miller dan Modigliani menunjukkan bahwa berdasarkan asumsi-asumsi tertentu termasuk di antaranya para investor yang rasional dan suatu pasar modal yang sempurna, nilai pasar dari suatu perusahaan adalah terlepas dari kebijakan dividennya, pernyataan ini didukung oleh; Black dan Scholes (1974), Miller dan

Scholes (1978), dan Jose dan Stevens (1989). Bagaimanapun, dalam praktek-praktek di pasar secara nyata, telah ditemukan bahwa kebijakan dividen nampaknya menjadi permasalahan, dan melonggarkan satu atau lebih dari asumsi-asumsi pasar modal yang sempurna adalah sebagai suatu dasar telah terbentuknya teori-teori yang menjadi tandingan dari teori kebijakan dividen tersebut.

Muncul beberapa studi empiris yang menolak *dividend irrelevance theory* dari Miller dan Modigliani (1961) dan mendukung *bird in hand theory* sebagai suatu teori relevansi dividen dari Gordon dan Lintner (1963), Long (1978), dan Sterk dan Vandenberg (1990). Selanjutnya muncul Teori *tax preference* yang menyatakan bahwa rendahnya *dividend payout ratio* akan menjadikan lebih rendahnya tingkat pengembalian yang disyaratkan dan pada gilirannya akan meningkatkan penilaian terhadap saham-saham perusahaan (Brennan, 1970). Beberapa studi seperti Litzenberger dan Ramaswamy (1979), Poterba dan Summers, (1984), dan Barclay (1987) telah menyajikan bukti empiris dalam mendukung dari argumentasi pengaruh pajak. Sedangkan yang lainnya, seperti Black dan Scholes (1974), Miller dan Scholes (1982), dan Morgan dan Thomas (1998) mempunyai temuan-temuan yang berbeda bahkan bertentangan dengan itu, serta menyediakan penjelasan yang berbeda.

Teori lainnya yang berhubungan dengan kebijakan dividen perusahaan adalah *clienteles effects hypothesis*. Menurut argumentasi teori ini, para investor mungkin tertarik kepada tipe dari saham-saham yang sesuai dengan preferensi konsumsi atau *savings* mereka. Hal itu adalah, apabila pendapatan dividen terkena pajak pada suatu tingkat yang lebih tinggi daripada *capital gains*, para investor dalam kelompok-

kelompok yang terkena pajak tinggi mungkin menyukai *non dividend* atau saham-saham yang membayar rendah dividen, dan sebaliknya. Selain itu, kehadiran dari biaya-biaya transaksi mungkin menciptakan pelanggan-pelanggan (*clienteles*) tertentu. Terdapat banyak studi empiris yang dilakukan atas *clienteles effects hypothesis* ini, namun demikian temuan-temuannya adalah berupa bauran (*mixed*). Pettit (1977), Scholz (1992), dan Dhaliwal, Erickson dan Trezevant (1999) memperlihatkan bukti yang konsisten dengan keberadaan dari *clienteles effects hypothesis*. Studi-studi yang menemukan bukti yang lemah atau bukti yang sebaliknya adalah Lewellen et al. (1978), Richardson, Sefcik dan Thomason (1986), Abrutyn dan Turner (1990), dan yang lainnya.

Walaupun pengenaan pajak atas dividen bersifat relatif terhadap *capital gains*, perusahaan-perusahaan mungkin membayar *dividends* untuk mengisyaratkan prospek mereka dimasa yang akan datang. Penjelasan ini adalah dikenal sebagai *information content of dividends or signaling hypothesis*. Intuisi yang menggaris bawahi argumentasi ini adalah didasarkan pada *information asymmetry* antara para manajer (*insiders*) dan para investor dari luar (*outsider*), dimana para manajer mempunyai informasi secara pribadi mengenai kinerja saat ini dan keuntungan-keuntungan masa yang akan datang dari perusahaan yang tidak tersedia untuk *outsiders*. Dalam hal ini, para manajer berpikir untuk mempunyai insentif guna menyampaikan informasi ini kepada pasar. Menurut model-model pemberian isyarat (Bhattacharya, 1979, John dan Williams, 1985, dan Miller dan Rock, 1985) *dividends* berisi informasi dan oleh karenanya dapat digunakan sebagai suatu alat pemberian isyarat untuk mempengaruhi

harga saham. Suatu pengumuman dari kenaikan dividen adalah membawa berita baik dan karenanya reaksi-reaksi harga saham adalah menguntungkan, dan sebaliknya. Dukungan untuk *signaling hypothesis* dapat ditemukan, sebagai contoh dalam Pettit (1972), Michaely, Thaler dan Womack (1995), Nissim dan Ziv (2001), dan Bali (2003). Peneliti-peneliti lain, bagaimanapun, menemukan dukungan yang terbatas atau bahkan menolak hipotesis ini (lihat, Watts, 1973; Gonedes, 1978; dan Conroy et al., 2000, serta yang lainnya).

Hasil studi Berle dan Means (1932) secara eksplisit menyatakan tentang keharusan untuk dipisahkannya antara kepemilikan dan pengelolaan perusahaan, sehingga distribusi kepemilikan saham dalam perusahaan menjadi suatu hal yang penting. Ketika pengelolaan perusahaan tidak lagi dilakukan oleh pemilik (*principal*) tetapi diserahkan kepada pihak lain (*agent*), maka muncul potensi konflik dalam hubungan antara pemilik dengan pengelola ini, yang sering disebut dengan *agency problem* (Jensen dan Meckling, 1976). Pertentangan dan tarik menarik kepentingan antara pemilik dengan pengelola ini dapat menimbulkan permasalahan yang dalam *agency theory* dikenal sebagai *asymmetric information* yaitu informasi yang tidak seimbang yang disebabkan karena adanya distribusi informasi yang tidak sama antara pemilik dan pengelola. Ketergantungan pihak eksternal pada angka akuntansi, kecenderungan manajer untuk mencari keuntungan sendiri, dan tingkat *asymmetric information* yang tinggi, maka menyebabkan keinginan besar bagi manajer untuk memanipulasi kerja yang dilaporkan untuk kepentingan diri sendiri (Arifin, 2005).

Keberadaan dari *asymmetry information* antara manajer dan pemegang saham, berjalan terus sehubungan dengan dipisahkannya antara pemilik dan pengelola. Kondisi ini merupakan dasar dibentuknya penjelasan lain untuk mengapa kebijakan dividen menjadi suatu permasalahan yang pelik (Nizar, 2007). Argumentasi ini adalah berdasarkan pada asumsi bahwa para manajer mungkin berperilaku oportunistik yang ditunjukkan dengan kegiatan-kegiatan yang hanya memenuhi kepentingan mereka sendiri yang tidak selalu bermanfaat bagi para pemegang saham (Jensen, 1976 dalam Nizar, 2007). *Managerial opportunism hypothesis* sebagaimana diungkapkan oleh (Jensen, 1986 dalam Jiraporn dan Ning, 2006) menyatakan bahwa para manajer mempunyai kecenderungan menahan *cash* dalam perusahaan, yang menyediakan mereka untuk mengkonsumsi lebih banyak penghasilan tambahan, menggunakan dalam membangun kerajaan, dan menginvestasikan dalam proyek-proyek dengan pendapatan yang hanya meningkatkan gengsi pribadi mereka tetapi tidak bermanfaat bagi para pemegang saham.

Amihud dan Lev (1981) yang menyatakan bahwa manajer sebagai agen dari pemegang saham, tidak selalu bertindak atas nama kepentingan pemegang saham karena tujuan keduanya berbeda. Di satu pihak, kesejahteraan pemegang saham semata-mata tergantung pada nilai pasar perusahaan, di pihak lain, kesejahteraan manajer sangat tergantung pada ukuran dan risiko kebangkrutan perusahaan. Akibatnya manajer tertarik untuk menanamkan modal dalam rangka meningkatkan pertumbuhan dan penurunan risiko perusahaan melalui diversifikasi, walaupun mungkin hal ini tidak selalu meningkatkan kesejahteraan pemegang saham. Hasil

penelitian Grand Jammie dan Thomas sebagaimana dikutip oleh Bethel dan Julia (1993), menunjukkan bahwa manajer dari perusahaan publik cenderung untuk memperluas dan melakukan diversifikasi perusahaan, walaupun keputusan-keputusan itu tidak meningkatkan nilai perusahaan.

Teori keagenan menjelaskan bahwa pembayaran dividen dapat mengurangi masalah yang berhubungan dengan *information asymmetry*. Dividen mungkin juga berperan sebagai suatu mekanisme untuk mengurangi *cash flow* yang ada di bawah kendali manajemen, dengan demikian membantu untuk mengurangi masalah keagenan. Mengurangi dana-dana yang ada di bawah kebijaksanaan manajemen akan menghasilkan suatu kekuatan yang mendorong para manajer untuk lebih sering masuk ke dalam pasar-pasar modal, jadi menaruh mereka di bawah pengawasan yang cermat dari para pemasok modal (Rozeff, 1982, dan Easterbrook, 1984). Banyak peneliti telah memberikan dukungan secara empiris terhadap penjelasan keagenan sebagai jawaban atas pertanyaan mengapa perusahaan membayar dividen, di antaranya adalah Rozeff (1982), Lloyd, Jahera dan Page (1985), Jensen, Solberg dan Zorn (1992), dan Holder, Langrehr dan Hexter (1998), dan yang lainnya. Sedangkan, peneliti-peneliti lainnya seperti Denis dan Sarin (1994), Yoon dan Starks (1995), dan Lie (2000) memberikan dukungan kecil atau menolak pandangan ini.

Rancangan tentang mekanisme pengawasan korporasi yang efektif untuk membuat para manajer bertindak dalam kepentingan terbaik bagi para pemegang saham telah menjadi perhatian utama dalam wilayah dari *corporate governance* dan keuangan (Allen dan Gale, 2001), dan berlanjutnya penelitian pada teori keagenan

adalah usaha untuk merancang suatu kerangka kerja yang tepat untuk mengontrol itu (Bonazzi dan Islam, 2007). *Corporate governance* merupakan mekanisme pengendalian untuk mengatur dan mengelola perusahaan dengan maksud untuk meningkatkan kemakmuran dan akuntabilitas perusahaan, yang tujuan akhirnya untuk mewujudkan *shareholders value* (Monk dan Minow, 2001).

Corporate governance yang merupakan konsep yang didasarkan pada teori keagenan, diharapkan bisa berfungsi sebagai alat untuk memberikan keyakinan kepada para investor bahwa mereka akan menerima *return* atas dana yang telah mereka investasikan. *Corporate governance* berkaitan dengan bagaimana para investor yakin bahwa manajer akan memberikan keuntungan bagi mereka, yakin bahwa manajer tidak akan menggelapkan atau menginvestasikan ke dalam proyek-proyek yang tidak menguntungkan berkaitan dengan dana yang telah ditanamkan oleh investor. *Corporate governance* adalah juga berkaitan dengan bagaimana para investor mengontrol para manajer (Shleifer dan Vishny, 1997).

Menurut *World Bank* (1999), mekanisme pengendalian *corporate governance* dibagi menjadi dua, yaitu mekanisme internal dan eksternal. Mekanisme eksternal antara lain terdiri dari: pasar modal, pemberi dana, konsumen, *regulator*. Walsh dan Seward (1990) menyatakan bahwa mekanisme kontrol eksternal merupakan pengendalian perusahaan berdasarkan mekanisme pasar (*the market for corporate control*) yaitu dengan melalui efektifitas pasar modal (Fama dan Jensen, 1983), pasar produk dan jasa (Grossman dan Hart, 1982), serta pasar sumber daya manajerial (*the managerial labor market*) (Fama, 1980). Sedangkan, mekanisme internal antara lain

terdiri dari: pengendalian yang dilakukan oleh dewan komisaris (Fama dan Jensen, 1983) termasuk komite-komite di bawahnya, dewan direksi, manajemen, dan para pemegang saham, atau melalui skema insentif yang menarik dan kompetitif untuk manajemen (Fama, 1980). Teori keagenan lebih menyoroti aspek mekanisme pengendalian *corporate governance* internal (Eisenhardt, 1989), oleh karena itu penelitian ini menggunakan struktur dan mekanisme *corporate governance* internal yang terdiri dari struktur kepemilikan saham, independensi anggota dewan komisaris, dan ukuran dewan komisaris.

1.2 *Theory Gap*

Terkait dengan hubungan antara kebijakan dividen dengan harga saham dan atau nilai perusahaan, maka dikenal tiga teori yang memberikan penjelasan yang berbeda bahkan saling bertentangan, ketiga teori yang dimaksud adalah: 1) *dividend irrelevance theory* dari Miller dan Modigliani (1961); 2) *bird in the hand theory* dari Gordon dan Litner (1963); dan 3) *tax preferency theory* dari Farrar dan Slewyn (1967).

Dividend irrelevance theory dari Miller dan Modigliani (1961) menjelaskan bahwa kebijakan dividen adalah tidak relevan, karena tidak mempengaruhi sama sekali nilai perusahaan atau biaya modalnya. Nilai perusahaan tergantung pada kebijakan investasi, bukan pada berapa laba yang dibagi untuk dividen dan laba yang tidak dibagi. Pendapat ini bertolak dari dua pemikiran. **Pertama**, diasumsikan bahwa keputusan-keputusan investasi dan penggunaan hutang sudah dibuat dan tidak

mempengaruhi besar kecilnya dividen yang dibayarkan. **Kedua**, pasar modal yang sempurna diasumsikan ada; itu berarti (1) investor dapat menjual dan membeli saham tanpa membayar biaya transaksi, karena dalam pasar modal yang sempurna informasi tersebar luas sehingga investor bisa melakukan segala sesuatunya sendiri; (2) setiap perusahaan bisa menerbitkan saham tanpa macam-macam biaya; (3) tidak ada pajak pendapatan perorangan maupun perusahaan; (4) informasi lengkap mengenai setiap perusahaan selalu tersedia, sehingga investor tidak perlu melihat pengumuman khusus mengenai pembayaran dividen sebagai indikator penting dari kondisi perusahaan; serta (5) antara pihak manajemen dan para pemilik saham tidak ada konflik atau tidak ada masalah keagenan.

Gordon dan Lintner (1963) dengan *bird in the-hand theory*, berpendapat bahwa dividen lebih baik dari pada *capital gain*, karena dividen yang dibagi kurang berisiko lagi, oleh karenanya, perusahaan semestinya membentuk rasio pembayaran dividen yang tinggi dengan menawarkan *dividend yield* yang tinggi agar supaya dapat memaksimalkan harga sahamnya. Keyakinan bahwa kebijakan dividen perusahaan itu tidak penting secara implisit mengasumsikan bahwa seorang investor menggunakan *required rate of return* yang sama, baik pendapatan itu berupa dividen maupun *capital gain*. Namun pendapatan dividen memiliki sifat yang lebih pasti (*predictable*) daripada *capital gain*. Pihak manajemen bisa mengontrol dividen, tetapi tidak bisa mendikte harga sahamnya di bursa. Ini berarti kadar risiko *capital gain* lebih besar. Oleh sebab itu, *rate of return* yang digunakan ketika mendiskon *capital gain* harus lebih tinggi dari yang digunakan terhadap pendapatan dividen.

Tax preference theory dari Farrar dan Slewyn (1967) dan Brennan (1970) menjelaskan bahwa investor lebih menyukai *retained earnings* daripada dividen, karena pertimbangan pajak yang dikenakan kepada *capital gain* lebih rendah. Teori ini menyarankan agar perusahaan membayarkan dividen yang rendah jika ingin memaksimalkan harga sahamnya. Dengan kata lain, Farrar dan Slewyn (1967) dan Brennan (1970) menerangkan bahwa kebijakan yang terbaik adalah tidak membayar dividen sama sekali, pemegang saham lebih baik menjual saham mereka beberapa lembar pada suatu saat dan membayar pajak keuntungan modal yang lebih rendah. Pendapat ini terutama didasarkan pada perbedaan perlakuan pajak terhadap pendapatan dividen dan *capital gain*. Suatu kenyataan bahwa semua investor harus membayar pajak pendapatan, dengan demikian bagi investor, tujuan yang harus dicapai adalah maksimalisasi tingkat hasil investasi setelah dipotong pajak tanpa harus menanggung risiko yang terlalu besar. Tujuan ini direalisasikan melalui upaya meminimalkan tingkat pajak efektif atas pendapatan mereka, dan sedapat mungkin menunda pembayaran pajak tersebut. Meski keuntungan pajak yang terkandung dalam *capital gain* kini tidak ada lagi, ia masih memiliki keuntungan tambahan dibandingkan dengan pendapatan dividennya. Pajak untuk pendapatan dividen harus langsung dibayarkan pada saat dividen itu diterima, tetapi pajak atas apresiasi harga saham (*capital gain*) tertunda sampai saham benar-benar terjual.

Untuk mempermudah dalam membandingkan perbedaan pandangan teoritis tentang pengaruh kebijakan dividen terhadap harga saham dan atau nilai perusahaan maka tiga pandangan teori tersebut disajikan dalam tabel 1.1, berikut:

menyukai pendapatan saat ini daripada kenaikan nilai modal di masa mendatang, sehingga mereka menghendaki agar perusahaan membagikan sejumlah besar labanya. Akan tetapi pemegang saham lainnya tidak membutuhkan pendapatan dari investasi dalam periode berjalan, mereka akan menginvestasikan kembali pendapatan dividen yang diterima setelah terlebih dahulu membayar pajak penghasilan atasnya sehingga mereka mendapatkan rasio pembagian dividen yang rendah. Kondisi ini adalah apa yang oleh Miller dan Modigliani disebut sebagai *cliente effect*, dan diharapkan dapat menolong untuk menjelaskan mengapa harga saham berubah sesudah diumumkannya perubahan kebijakan dividen.

Miller dan Modigliani (1961) dalam mempertahankan pandangan teorinya (*dividend irrelevance theory*) juga mengajukan argumentasi dengan apa yang dikenal *information or signaling content hypothesis*. Menurut konsep ini, para manajer mengetahui lebih banyak tentang perusahaan yang sebenarnya dibandingkan dengan para investornya, dan dividen digunakan untuk menyampaikan informasi yang tidak dikenal oleh pasar. Masuk akal jika diduga bahwa kebijakan dividen tersebut hanya nampaknya saja penting, karena sebab akibat yang sesungguhnya tidak dapat diketahui. Dapat dipahami bahwa para investor menggunakan perubahan dividen itu sebagai *signal* atas kondisi keuangan perusahaan yang sesungguhnya, terutama tingkat kemampuannya menghasilkan keuntungan. Jadi, kenaikan dividen yang lebih besar dari yang diharapkan mengisyaratkan kepada investor bahwa perusahaan akan mampu meningkatkan keuntungannya. Begitu pula sebaliknya, penurunan

dividen yang lebih besar dari yang diperkirakan, menandakan bahwa keuntungan perusahaan akan mengalami penurunan.

1.3 Research Gap

Penelitian-penelitian yang telah dilakukan tentang: 1) pengaruh kebijakan dividen terhadap harga saham atau nilai perusahaan; 2) pengujian terhadap keberadaan dan atau kebenaran dari *clientele effect hypothesis* dan *information or signaling content hypotesis* menunjukkan hasil yang beragam. Demikian pula halnya dengan struktur dan mekanisme *corporate governance* yang diprediksi sebagai suatu konsep yang dapat mencegah atau mengurangi kecenderungan dari para manajer korporasi untuk berperilaku oportunistik, ternyata juga menunjukkan hasil penelitian yang beragam dalam hubungannya dengan kinerja atau nilai perusahaan. Beberapa perbedaan atau kesenjangan hasil penelitian (*research gap*) yang dimaksud di atas, selanjutnya dikemukakan di bawah ini.

1.3.1 Hubungan Kebijakan Dividen dengan Nilai Perusahaan

Beberapa studi empiris dengan hasil yang menunjukkan dukungannya terhadap pandangan *dividend irrelevance theory*, dapat dikemukakan sebagai berikut: Black dan Scholes (1974) menguji hubungan antara hasil pengembalian surat berharga dan hasil dividen dengan membentuk portofolio yang terdiversifikasi dengan baik dan menyusun peringkat dari surat berharga itu berdasarkan risiko sistematiknya dan kemudian menyusunnya menurut hasil dividennya untuk setiap kelompok risiko. Black dan Scholes (1974) menyimpulkan bahwa dividen tidak mempengaruhi hasil pengembalian surat berharga tersebut. Demikian pula halnya,

penelitian yang dilakukan oleh Pettit (1974) membuktikan bahwa harga saham umum (*common stock*) perusahaan tidak ditentukan oleh kebijakan dividen yang dijalankan perusahaan tersebut. Hasil penelitian yang telah dilakukan Miller dan Scholes (1983) menemukan bukti yang mendukung pernyataan bahwa tidak ada pengaruh kebijakan dividen terhadap harga saham.

Beberapa studi empiris dengan hasil yang menunjukkan dukungannya terhadap pandangan *bird in the hand theory* adalah sebagai berikut: Long (1978) secara cermat menguji kasus Citizen Utilities, suatu perusahaan yang mempunyai dua kelompok saham yang mirip dalam segala hal kecuali bahwa satu kelompok membayar dividen tunai dan kelompok lainnya membayar dividen saham. Ia menemukan bukti bahwa para pemegang saham lebih menyukai dividen tunai. Hasil penelitian Bhattacharya (1979) membenarkan *bird in the hand theory* dari Lintner (1962) dan Gordon (1963) yang menjelaskan bahwa investor lebih menyukai dividen yang tinggi karena dividen yang diterima risikonya lebih kecil atau mengurangi ketidakpastian dibandingkan dengan keuntungan yang tidak dibagikan dalam bentuk laba ditahan (*capital gain*).

Studi sebelumnya oleh Baker dan Farrelly (1989) melaporkan hasil-hasil yang sama untuk apa yang mereka sebut sebagai pencapaian dividen. Baker dan Farrelly (1989) mengadakan survei terhadap investor-investor institusional untuk mempelajari apa yang menjadi pertimbangan penting suatu perusahaan dalam kebijakan dividen. Temuan-temuan mereka memperlihatkan bahwa para investor berpengalaman percaya kebijakan dividen mempengaruhi harga saham dan dividen yang konsisten

adalah sangat penting, hasil-hasil ini adalah konsisten dengan Lintner (1956). Glen et al (1995) menemukan bukti bahwa perusahaan-perusahaan di negara-negara berkembang secara rata-rata melakukan kebijakan pembayaran dividen dengan *payout ratio* dua pertiga lebih besar dari perusahaan-perusahaan di negara maju. Perusahaan di negara berkembang lebih mementingkan kebijakan dividen berdasarkan *payout ratio* dibandingkan dengan besaran-besaran moneter lainnya.

Bajaj dan Vijh (1990) dalam penelitiannya yang menggunakan sampel dari periode tahun 1962 sampai dengan tahun 1987 menunjukkan bahwa tingkat hasil dividen memiliki pengaruh signifikan searah dengan pergerakan harga saham. Penelitian ini juga menemukan bukti bahwa pengaruh tingkat hasil dividen terhadap harga saham adalah kuat pada perusahaan dengan skala kecil. Hal ini disebabkan pasar relatif kurang memiliki informasi mengenai perusahaan dengan skala kecil, sehingga pengumuman pembayaran dividen merupakan informasi kunci bagi para pemegang saham. Allen et al. (2000), dan Baker dan Wurgler (2004) mereka menduga bahwa pembayaran-pembayaran dividen adalah sebagai jawaban atas permintaan-permintaan dari para investor untuk kebutuhan dividen.

DeAngelo dan DeAngelo (2005) menyatakan bahwa kebijakan dividen adalah tidak terpisahkan dalam mempengaruhi kekayaan para pemilik saham. Oleh karena itu, kebijakan dividen akan mempengaruhi pilihan proyek investasi atau oleh karena ketidaksempurnaan pasar seperti pajak pribadi. Hasil penelitian Brav, Graham et al. (2005) mendokumentasikan suatu bukti bahwa para eksekutif keuangan bersifat ragu-ragu untuk membuat perubahan-perubahan besar pada kebijakan *dividends* mereka,

karena perubahan-perubahan seperti itu akan mengubah suatu pemodal dasar perusahaan dan dengan kurang baik mempengaruhi harga sahamnya. Amidu (2007) melakukan penelitian untuk menguji apakah kebijakan dividen berpengaruh terhadap kinerja keuangan perusahaan. Penelitian dilakukan pada perusahaan-perusahaan yang terdaftar di Ghana Stock Exchange (GSE), dengan menggunakan data selama delapan tahun yaitu mulai tahun 1997 sampai tahun 2004. Hasil penelitian Amidu (2007) mendukung pernyataan bahwa kebijakan dividen adalah relevan terhadap nilai perusahaan, yang diukur dengan *Tobin's q* yaitu rasio nilai pasar dari aset terhadap nilai buku dari aset perusahaan, *Return on Asset*, dan *Return on Equity*.

Beberapa studi empiris dengan hasil yang menunjukkan dukungannya terhadap pandangan *tax preference theory* yang dikemukakan oleh Farrar dan Selwyn (1967) adalah sebagai berikut: Brenan (1970) telah melakukan penelitian, yang mana hasilnya dapat menyimpulkan bahwa para investor tidak menyukai dividen dan karena itu para investor menuntut hasil pengembalian yang lebih tinggi sebelum dikenakan pajak, guna menutup pajak yang dikenakan. Dengan semua hal lain dianggap tetap, saham dengan pembayaran dividen yang lebih besar, maka harganya akan lebih rendah. Rozeff (1982) dan Easterbrook (1984) menyatakan bahwa semakin banyak dividen yang ingin dibayarkan oleh perusahaan, semakin besar kemungkinan berkurangnya laba yang ditahan. Sebagai akibat, perusahaan harus mencari biaya eksternal untuk melakukan investasi baru. Namun biaya penerbitan untuk sumber pembiayaan eksternal menjadi mahal karena adanya *flotation cost*. Oleh sebab itu, mereka beranggapan bahwa dividen sebaiknya

dibagikan sekecil-kecilnya, sejauh dana tersebut dapat digunakan untuk melakukan investasi pada proyek-proyek yang menguntungkan atau suatu proyek investasi yang dapat memberikan (*Net Present Value*) NPV positif.

Penelitian Litzenberger dan Ramaswami (1979, 1980, dan 1982) yang ditempuh dengan cara melakukan pengujian terhadap hubungan antara pembayaran dividen dan hasil pengembalian atas surat berharga yang menggunakan model Brennan (1970), menyimpulkan bahwa hasil pengembalian yang disesuaikan terhadap risiko akan lebih tinggi bagi surat berharga yang hasil dividennya lebih tinggi. Selanjutnya, implikasi dari temuan penelitian itu adalah bahwa pembayaran dividen tidak diinginkan para investor, oleh karena itu hasil pengembalian yang lebih tinggi diperlukan untuk mengganti pajak yang dikenakan atas para penanam modal (investor) guna mendorong mereka mempertahankan saham dengan hasil dividen yang lebih tinggi. Hasil-hasil penelitian yang dikemukakan di atas sejalan dengan apa yang telah ditemukan dalam hasil penelitian-penelitian yang dilakukan oleh Poterba dan Summers (1984) dan Barclay (1987).

Berdasarkan pemaparan di atas, selanjutnya untuk mempermudah dalam membandingkan hasil-hasil penelitian yang telah dilakukan yang menguji hubungan antara kebijakan dividen dengan harga saham dan atau nilai perusahaan, maka disajikan Tabel 1.2 sebagai berikut:

TABEL 1.2

RINGKASAN *RESEARCH GAP* PENGARUH *DIVIDEND POLICY* TERHADAP HARGA SAHAM DAN ATAU NILAI PERUSAHAAN

GAP	HASIL	PENELITI	METODE
Terdapat perbedaan temuan hasil penelitian tentang; Pengaruh Kebijakan Dividen terhadap Harga Saham dan atau Nilai Perusahaan.	Menemukan bukti tidak ada pengaruh kebijakan dividen atas harga saham dan atau nilai perusahaan.	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Morgan dan Thomas (1998) ▪ Miller dan Scholes (1983) ▪ Pettit (1974) ▪ Black dan Scholes (1974) 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ <i>Regressions Analysis</i> ▪ <i>Multiple Regressions</i> ▪ <i>Regressions Analysis</i> ▪ <i>Multiple Regressions</i>
	Menemukan bukti bahwa ada pengaruh kebijakan dividen atas harga saham dan atau nilai perusahaan	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Mohammed Amidu (2007) ▪ Alpa Dhanani (2005) ▪ Brav et al. (2005) ▪ Baker and Wurgler (2004) ▪ Allen et al. (2000) 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ <i>Multiple Regressions</i> ▪ <i>Regressions Analysis</i> ▪ <i>Multiple Regressions</i> ▪ <i>Regressions Analysis</i> ▪ <i>Multiple Regressions</i>
	Menemukan bukti bahwa harga saham yang pembayaran dividennya lebih besar, akan lebih rendah harganya.	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Barclay (1987) ▪ Litzenberger dan Ramaswami (1982) ▪ Rozeff (1982) ▪ Poterba dan Summers (1984) ▪ Easterbrook (1984) 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ <i>Multiple Regressions</i> ▪ <i>Regressions Analysis</i> ▪ <i>Multiple Regressions</i> ▪ <i>Multiple Regressions</i> ▪ <i>Regressions Analysis</i>

Sumber: Beberapa penelitian dan dikembangkan untuk disertasi ini

1.3.2 *Clienteles Effect Hypothesis*

Miller dan Modigliani (1961) menyatakan bahwa *clienteles effect hypothesis* diharapkan dapat menolong untuk menjelaskan mengapa terjadi perubahan pada harga saham sesudah diumumkannya perubahan kebijakan dividen. Hasil penelitian yang mendukung adanya pengaruh sikap pelanggan saham terhadap harga saham dapat dikemukakan sebagai berikut: Elton dan Gruber (1970) menemukan bukti bahwa semakin rendah hasil dividen perusahaan, semakin rendah persentase total hasil pengembalian yang diharapkan pemegang saham akan diterima dalam bentuk dividen, dan semakin besar persentase yang diharapkan akan diterima dalam bentuk *capital gain*. Oleh sebab itu, para investor yang memiliki saham dengan hasil dividen yang tinggi pastilah termasuk kelompok pajak yang rendah dibandingkan dengan pemegang saham yang memiliki saham dengan hasil dividen yang rendah. Pettit (1974) menyatakan bahwa saham dengan hasil dividen yang rendah lebih disukai para investor yang berpenghasilan tinggi, yaitu para investor yang lebih muda, para investor yang terkena tarif pajak keuntungan modal tinggi, dan para investor yang portofolionya memiliki risiko sistematis tinggi. Bukti tersebut menunjukkan adanya pengaruh sikap pelanggan saham, karena korelasi silang dengan jumlah yang cukup besar dalam hasil dividen portofolio perorangan dapat dijelaskan. Hasil studi Litzenberger dan Ramaswamy (1982) konsisten dengan penafsiran bahwa pemegang saham yang termasuk dalam kelompok pajak yang tinggi menahan saham yang hasilnya dividennya rendah, sementara pemegang saham yang termasuk dalam kelompok pajak yang rendah menahan saham yang hasil dividennya tinggi. Hasil

penelitian Rozeff (1982) menyatakan bahwa pembayaran dividen mempunyai hubungan negatif dengan persentase pemegang saham dari dalam perusahaan, karena apabila persentase pemegang saham dari luar itu rendah, kebutuhan untuk membayar dividen juga rendah karena untuk mengurangi biaya keagenan. Sebaliknya, jika distribusi pemegang saham dari luar bersifat menyebar, maka biaya keagenan akan lebih tinggi, sehingga jumlah pemegang saham dari luar perusahaan mempunyai hubungan positif dengan pembayaran dividen. Shleifer dan Vishny (1986) dan Allen et al. (2000) mencatat bahwa investor kelembagaan lebih menyukai untuk memiliki saham-saham perusahaan yang membuat pembayaran dividen secara regular, dan berpendapat bahwa investor-investor kelembagaan yang besar itu adalah lebih mau dan mampu memonitor manajemen perusahaan dibanding dengan para investor kelembagaan yang lebih kecil dan kepemilikan yang tersebar. Studi-studi lain yang sudah dilakukan oleh Brav dan Heaton (1997) dan Dhaliwal et al. (1999) dalam Grinstein dan Michaely (2005) menyediakan bukti akan adanya preferensi dividen dari pemodal-pemodal yang bersifat kelembagaan.

Moser dan Puckett (2008) melakukan penelitian dengan menginvestigasi preferensi-preferensi dividen dari institusi-institusi yang mendapat keuntungan pajak (*tax advantaged institutions*) dan institusi-institusi yang dikenakan pajak (*taxable institutions*). Moser dan Puckett mengumpulkan data tentang kepemilikan *institutional* atas seluruh perusahaan untuk periode sampel tahun 1987-2004 yang diperoleh dari arsip-arsip 13F melalui keuangan Thomson. Secara keseluruhan hasil

penelitian dari Moser dan Puckett (2008) menyediakan dukungan kuat untuk keberadaan dari *institutional dividend tax clienteles*.

Hotchkiss dan Lawrence (2007) melakukan penelitian dengan cara menguji kepemilikan dari saham-saham yang terdaftar di New York Stock Exchanges, American Stock Exchanges dan Nasdaq yang mempunyai ketersediaan data pada CRSP dari periode 31/03/1980 sampai 31/12/2003. Hasil penelitian Hotchkiss dan Lawrence (2007) menyediakan bukti atas keberadaan dan pentingnya *dividend clientele* dari investor-investor institusional melalui pengujian perubahan dalam struktur kepemilikan sebagai respon terhadap perubahan dalam kebijakan dividen perusahaan. Konsisten dengan *tax induced* para pelanggan dividen, institusi-institusi dengan pelanggan-pelanggan yang terkena pajak lebih adalah mungkin berkurang untuk meningkatkan kepemilikan mereka dalam merespon terhadap suatu kenaikan dividen. Hotchkiss dan Lawrence (2007) melihat bahwa harga saham bereaksi terhadap pengumuman dari kenaikan dividen adalah berhubungan dengan karakteristik dari institusi-institusi pemegang saham. Hasil-hasil Hotchkiss dan Lawrence (2007) menyarankan bahwa status pajak sebagaimana faktor-faktor yang lain adalah penting dalam menjelaskan pengamatan perilaku *clientele*.

Jun et al. (2006) melakukan penelitian dengan menggunakan data kepemilikan portofolio bulanan pada sebuah sampel dari 49 *Australian Institutional Fund* untuk periode tahun 2000 sampai dengan tahun 2001. Data adalah diperoleh dari *Portfolio Analysis Database*. Jun et al. (2006) menyediakan bukti secara langsung pada pengaruh dari *dividends* atas kepemilikan institusi. Secara rinci temuan Jun et al.,

(2006) dapat diuraikan sebagai berikut; pertama ditemukan bukti bahwa kepemilikan institusi adalah lebih tinggi untuk perusahaan-perusahaan yang membayar dividen daripada untuk perusahaan-perusahaan yang tidak membayar dividen; kedua, Jun et al. (2006) menguji apakah institusi-institusi tertarik kepada perusahaan-perusahaan yang membayar *dividends* lebih tinggi, ditemukan sedikit bukti yang menunjukkan bahwa *dividend yield* atau *dividend payout ratios* tidak muncul untuk memainkan suatu peran utama dalam menjelaskan kepemilikan institusional.

Graham dan Kumar (2006) melakukan penelitian dengan menggunakan data primer yang terdiri dari perdagangan dan posisi-posisi portofolio bulanan dari investor-investor eceran pada sebuah *discount brokerage house* utama di U.S. untuk periode tahun 1991-1996. Terdapat 77.995 *households* dalam *database* tetapi penelitian Graham dan Kumar difokuskan hanya pada 62.387 *household* yang melakukan perdagangan saham. Studi Graham dan Kumar ini menemukan bukti yang konsisten dengan *dividend clienteles*. Investor eceran diidentifikasi berminat pada hasil dividen, meningkat mengikuti usia dan menurun mengikuti pendapatan, konsisten dengan *tax clientele*. Pola perdagangan saham membuktikan bahwa orang yang lebih tua, penerima pendapatan rendah adalah investor yang secara tidak proporsional membeli saham sebelum *ex-dividend day*.

Penelitian Desai dan Jin (2005) dengan menggunakan *heterogeneity* dalam karakteristik-karakteristik pajak para pemegang saham institusional untuk mengidentifikasi hubungan antara kebijakan *payout* perusahaan dan insentif pajak. Analisis dilakukan dengan menggunakan kesempatan pada *heterogeneity* dalam

kebijakan *payout* dan *heterogeneity* dalam preferensi-preferensi dari suatu tipe investor, untuk menyediakan bukti langsung keberadaan dari *dividend clienteles*. Data pemegang saham *institutional* yang digunakan dalam studi ini adalah dari *Spectrum 13F institutional investor holdings database*. Data yang tersedia adalah dari tahun 1980 sampai tahun 2002, tetapi terdapat sejumlah institusi dengan data yang tidak layak untuk diklasifikasikan, yaitu untuk tahun 1998 sampai tahun 2002. Dengan demikian analisis Desai dan Jin terbatas untuk periode dari 1980 sampai 1997. Hasil penelitian Desai dan Jin menyatakan bahwa pengaruh-pengaruh *clienteles* adalah lebih besar dalam sampel yang dibatasi, dimana preferensi-preferensi pajak adalah lebih teridentifikasi secara jelas dan preferensi-preferensi adalah lebih mungkin menjadi sangat penting. Sepertinya pengaruh-pengaruh *clienteles* adalah konsisten dengan penyortiran para investor terhadap perusahaan-perusahaan dengan kebijakan-kebijakan dividen yang menarik dan dengan perubahan kebijakan *payout* dari para manajer dalam merespon terhadap pemegang saham berdasarkan preferensi pajak.

Clienteles effect hypothesis yang dikemukakan oleh Miller dan Modigliani (1961) untuk mempertahankan *dividend irrelevance theory* ternyata banyak para ahli ekonomi keuangan yang menolak, dalam arti tidak memperoleh bukti yang meyakinkan akan keberadaan dari *dividend clienteles* ini. Chen dan Sun (2006) melakukan penelitian dengan menggunakan sampel 545 perusahaan yang memulai membayar dividen, 533 perusahaan yang menghapuskan pembayaran dividen, 978 perusahaan yang secara substansial meningkatkan pembayaran dividen, dan 363 perusahaan yang secara substansial menurunkan pembayaran dividen. Perusahaan-

perusahaan tersebut diperoleh Chen dan Sun dari *Thomson Financial's 13f Institutional Holdings File*, antara tahun 1980 sampai tahun 2003. Chen dan Sun mengkatagorikan institusi-institusi ke dalam dua tipe, yaitu institusi bebas pajak (*tax-exempt*) dan institusi tidak bebas pajak (*non tax exempt*), untuk menguji teori *dividend clientele*. Secara garis besar hasil penelitian Chen dan Sun dapat diringkas sebagai berikut: Ditemukan bukti bahwa institusi-institusi merespon secara signifikan setelah terjadi perubahan dividen perusahaan. Institusi-institusi *tax-exempt* dan *non-tax-exempt* keduanya cenderung untuk meningkat (menurun) kepemilikannya setelah perusahaan memulai (menghilangkan) pembayaran *dividends*. Hasil penelitian Chen dan Sun ini dapat dengan baik mengklarifikasi keragu-raguan yang ada pada *dividend clientele theories* dari Grinstein dan Michaely (2005), yang menyatakan bahwa semua institusi menyukai untuk investasi dalam perusahaan-perusahaan yang membayar dividen, tetapi menyukai perusahaan-perusahaan yang membayar *dividends* lebih sedikit dari pada perusahaan-perusahaan yang membayar *dividends* lebih besar.

Brav et al., (2005) melakukan *penelitian* dengan sampel survei berisi tanggapan-tanggapan dari 384 eksekutif keuangan. Jumlah keseluruhan meliputi 256 perusahaan *public* (166 membayar *dividends*, 167 membeli kembali saham mereka, dan 77 tidak membayar dividen) dan 128 perusahaan *private*. Hasil penelitian Brav et al., antara lain menyatakan para eksekutif percaya bahwa keputusan pembayaran dividen dan pembelian kembali saham menyampaikan informasi kepada para investor. Tetapi alat pembawa informasi ini tidak nampak untuk menjadi secara sadar berhubungan dengan pengisyratan dalam pengertian akademik. Selanjutnya, Brav

et al. menemukan adanya bukti bahwa pembelian kembali saham digunakan untuk mengurangi kelebihan kas yang dimiliki perusahaan, hal ini adalah konsisten dengan *free cash flow hypothesis* dari Jensen (1986). Tetapi Brav et al., tidak menemukan bukti bahwa para manajer menggunakan *payout policy* untuk menarik suatu pelanggan khusus sebagai investor (*a particular investor clientele*) yang dapat memonitor tindakan-tindakan mereka.

Romon (2000) melakukan studi dengan judul “*Contribution of Dividend Policy Stability to the Measurement of Dividend Announcement and Ex-Dividend Effects on the French Market.*” Tujuan studi ini adalah untuk menambah pemahaman dari reaksi-reaksi harga saham pada *dividend announcement* dan pada *ex-dividend day* melalui pengenalan kriteria stabilitas kebijakan dividen dalam *event studies*. Sampel awal adalah 203 perusahaan komersial Perancis yang tercatat pada *Parisian Stock Exchange*, karena studi dari Romon didasarkan pada stabilitas kebijakan dividen, maka hanya menyeleksi perusahaan-perusahaan yang membayar dividen setiap tahunnya. Periode sampel antara tahun 1991 dan tahun 1995, dan diantara 203 perusahaan itu, hanya 127 perusahaan (442 kejadian) dan 152 perusahaan (648 kejadian) dimana terpilih berturut-turut dalam studi-studi pada *dividend announcement* dan pada *ex-dividend day*. Hasil penelitian Romon (2000) mengajukan suatu keragu-raguan sekitar *dividend clientele hypothesis*. Dengan kata lain hasil studi Romon (2000) mempunyai keragu-raguan tentang interpretasi *clientele effect* dari studi-studi sebelumnya.

Untuk lebih memudahkan dalam membandingkan hasil-hasil penelitian yang melakukan pengujian terhadap *clienteles effect hypothesis*, beberapa temuan hasil penelitian yang dimaksud disajikan dalam Tabel 1.3, sebagai berikut:

TABEL 1.3
RINGKASAN *RESEARCH GAP* PENGARUH
CLIENTELES EFFECT TERHADAP KEBIJAKAN DIVIDEN

GAP	HASIL	PENELITI	METODE
Terdapat perbedaan temuan hasil penelitian tentang; Pengaruh sikap pelanggan saham (<i>clienteles effect</i>) terhadap kebijakan dividen dan harga saham.	Menemukan bukti bahwa ada pengaruh pelanggan saham (<i>clienteles effect</i>) terhadap kebijakan dividen dan harga saham.	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Moser dan Puckett (2008) ▪ Hotchkiss dan Lawrence (2007) ▪ Jun et al. (2006) ▪ Graham dan Kumar (2006) ▪ Grinstein dan Michaely (2005) ▪ Desai dan Jin (2005) 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ <i>Multiple Regressions</i> ▪ <i>Logistic Regressions</i> ▪ <i>Panel Regression Analysis</i> ▪ <i>Multiple Regressions</i> ▪ <i>Multiple Regressions</i> ▪ <i>Panel Regression Analysis</i>
	Menemukan bukti bahwa pengaruh sikap pelanggan saham itu sangat kecil atau bahkan tidak ada.	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Chen dan Sun (2006) ▪ Brav et al. (2005) ▪ Romon (2000) ▪ Eckbo dan Verma (1994) ▪ Lewellen et al. (1978) 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ <i>Regressions Analysis</i> ▪ <i>Multiple Regressions</i> ▪ <i>Correlations and Regression Analysis</i> ▪ <i>Regressions Analysis</i> ▪ <i>Multiple Regressions</i>

Sumber: Beberapa penelitian dan dikembangkan untuk disertasi ini

1.3.3 *Information, or Signaling, Content Hypothesis*

Banyak studi empiris telah dicoba untuk mengesahkan hipotesis pemberian isyarat (*information, or signaling, content hypothesis*) ini. Suatu implikasi yang dapat diuji dari model-model pemberian isyarat adalah bahwa perubahan dividen dan perubahan *earnings* bergerak ke arah yang sama. Bukti empiris dalam hal ini, bagaimanapun, adalah masih menunjukkan kesimpang siuran. Farinha dan Moreira (2007) melakukan penelitian terhadap 40000 perusahaan yang diobservasi di pasar modal di U.S. untuk periode tahun 1987 sampai dengan 2003. temuan Farinha dan Moreira (2007) adalah bahwa terdapat suatu hubungan positif dan signifikan antara pembayaran-pembayaran dividen dan suatu pengaturan dari alternatif pengukuran kualitas *earnings*. Bukti yang dilaporkan secara kuat menyatakan bahwa *dividends* dapat bertindak sebagai suatu isyarat yang meyakinkan untuk suatu kualitas *earnings*. Perusahaan-perusahaan yang tidak melakukan *earnings management* lebih menyukai untuk melakukan membayar dividen, dan lebih menyukai untuk mempunyai *dividend yields* yang lebih tinggi dalam pembayar-pembayar dividennya serta untuk lebih meningkatkan *dividends per share*.

Deshmukh (2005) melakukan penelitian untuk menguji pengaruh informasi asimetri, biaya keagenan, dan *insider ownership* terhadap kebijakan dividen, dengan menggunakan metode *tobit regression model*. Hasil penelitian menunjukkan bahwa informasi asimetris yang digambarkan sebagai kebalikan dari biaya penerbitan ekuitas berpengaruh positif pada pembayaran dividen, *insider ownership* berpengaruh negatif pada pembayaran dividen, hubungan ini lebih dikarenakan adanya informasi asimetris daripada karena *agency costs*.

Lundstrum (2005) melakukan penelitian dengan judul “*testing the dividend signaling hypothesis: conditional event study versus residual analysis*” dengan menggunakan sampel yang terdiri dari 993 perusahaan yang membayar dividen. Perusahaan-perusahaan tersebut terdaftar di NYSE atau American Stock Exchange, dan periode waktu penelitian adalah mulai dari 1 Juli 1989 sampai dengan 31 Desember 1989. Salah satu kesimpulan Lundstrum (2005) adalah bahwa hasil penelitiannya adalah konsisten dengan pernyataan yang tegas bahwa kenaikan dividen dapat digunakan sebagai suatu isyarat (*signal*) untuk membantu memecahkan permasalahan informasi antara para manajer dan para investor.

Perdugo (2004), sebagaimana Becker dan Olson (1989) dan Becker dan Olson (1992), melakukan penelitian terhadap 675 perusahaan untuk tahun 1977 dengan menggunakan informasi dari IRS 5500 guna mengukur tingkat *unionization* perusahaan. Hasil penelitian Perdugo (2004) mendukung *dividend signaling hypothesis*, para manajer menggunakan *dividends* untuk menyampaikan informasi mengenai *earnings* masa depan kepada para investor. Selanjutnya, Perdugo (2004) menemukan bukti kuat bahwa para manajer memasukkan dalam perhitungan kekuatan tawar-menawar dari *union* tersebut sebelum pengisyratan *earnings* masa depan melalui *dividends*. Secara khusus, pengukuran *unionization* pada tingkat perusahaan, Perdugo (2004) menemukan bahwa kekuatan dari dividen-dividen sebagai *predictors* dari *earnings* masa depan adalah lebih tinggi untuk perusahaan-perusahaan *non-unionized* daripada untuk perusahaan-perusahaan dengan *unionized* yang tinggi. Hasil-hasil empiris ini adalah konsisten dengan model yang

dipresentasikan di sini, yang mana adalah suatu pengembangan dari *dividend signaling model* yang dikembangkan oleh Bhattacharya (1979). Selanjutnya, Nissim dan Ziv (2001) dengan penelitiannya yang berjudul “*dividend change and future profitability*” melaporkan bukti yang menuju ke arah pembenaran terhadap teori pemberian isyarat.

Sebagaimana telah dikemukakan, bahwa penelitian-penelitian yang telah dilakukan untuk menguji dan mengembangkan *information, or signaling, content hypothesis* hasilnya sampai saat ini masih menunjukkan kesimpang siuran. Li dan Zhao (2007) melakukan penelitian dengan menggunakan sampel perusahaan-perusahaan dalam skala industri yang tercakup dalam Compustat/CRSP dengan *analysts' earnings forecasts* dari I/B/E/S. Periode sampel yang dianalisis meliputi tahun 1983 sampai dengan 2003. Hasil yang diperoleh adalah bahwa pemberian isyarat tidak tampil untuk berperan dalam kebijakan-kebijakan dividen perusahaan. Secara keseluruhan, bukti yang ditemukan Li dan Zhao (2007) tidak mendukung teori dividen pemberian isyarat. Dengan kata lain, penemuan Li dan Zhao (2007) menyatakan bahwa pemberian isyarat bukan suatu faktor penentuan utama di dalam kebijakan *dividend payout*, dan dalam kebijakan dividen khususnya.

Khang dan King (2006) dalam penelitiannya yang berjudul “*does dividend policy relate to cross sectional variation in information asymmetry? evidence from returns to insider trades*” yang dilakukan dengan menggunakan semua data *insider transactions* yang diringkaskan dan dilaporkan oleh *ownership reporting system of the Securities and Exchange Commission (SEC)*, antara Januari 1982 sampai dengan

Desember 2003. Studi Khang dan King (2006) menemukan bukti bahwa dividen secara negatif berpengaruh terhadap pengembalian untuk *insider trades* antar perusahaan. Perusahaan yang membayar dividen tinggi secara konsisten mempunyai *insider returns* lebih rendah dibanding perusahaan yang melakukan pembayaran dividen rendah secara konsisten. Dengan demikian hasil ini tidak mendukung model pemberian isyarat dividen tradisional.

Tian et al. (2006) melakukan penelitian terhadap 406 perusahaan yang mengumumkan pembayaran dividen yang meliputi periode dari bulan Januari 1989 sampai Desember 2000. Perusahaan-perusahaan tersebut telah tercatat pada *London Stock Exchange* selama periode yang diteliti. Hasil yang diperoleh adalah bahwa terdapat suatu hubungan yang positif dan signifikan antara perubahan dividen dan pertumbuhan dari *earnings* yang akan datang, hasil observasi yang dilakukan dalam tahun setelah dividen diumumkan. Tetapi tidak terdapat hubungan yang signifikan dalam masa akan datang dalam jangka lebih panjang. Fenomena ini adalah disebabkan oleh pandangan jangka pendek manajer dalam pasar U.K.. Sebagai tambahan, suatu penemuan yang menarik adalah bahwa penurunan dividen mempunyai pengaruh negatif yang lebih besar atas pertumbuhan *earnings* daripada dampak positif atas prospek *earnings* dari kenaikan dividen. Hal ini konsisten dengan jarang terjadinya dari peristiwa penurunan dividen.

Grullon et al. (2005) melakukan penelitian dengan menggunakan perusahaan-perusahaan yang tercatat di New York Stock Exchange (NYSE) dan American Stock Exchange (AMEX) antara tahun 1963 sampai dengan 1997. Grullon et al., (2005)

mengidentifikasi seluruh perusahaan yang membuat pengumuman tentang dividen diantara periode tahun tersebut, untuk dijadikan sampel. Hasil penelitian Grullon et al., (2005) memperlihatkan bahwa perubahan dividen tidak berisi informasi tentang perubahan-perubahan *earnings* untuk masa mendatang, dan perubahan dividen adalah berkorelasi secara negatif dengan perubahan masa mendatang dalam *profitability (return on assets)*.

Benhardt et al., (2005) melakukan penelitian dengan menggunakan data berupa *return* saham, saham-saham yang beredar, harga saham dan dividen yang didistribusikan dari *Center for Research in Stock Prices (CRSP)* arsip *returns* harian. Periode analisis adalah 1962 -1996. Perusahaan-perusahaan yang dimasukan dalam sampel, adalah telah terdaftar pada *New York Stock Exchange*, yang secara *regular* membuat *cash dividends* kuartalan, dan mempunyai suatu kumpulan yang lengkap dari harga, pendistribusian dan informasi *return* pada setiap tanggal pengumuman dividen. Tujuan dari penelitian Benhardt et al., (2005) adalah untuk menguji penjelasan-penjelasan model-model pengisyaratkan dari kebijakan dividen dengan cara menginvestigasi hasil prediksi hubungan *monotonic* antara *tax regime* dan *bang-for-the-buck* menggunakan *rank order correlation*. Selanjutnya, *ordinary least square* digunakan untuk menguji apakah hubungan *monotonic* bertahan pada rata-rata melewati perbedaan tingkat dari perubahan dalam pengisyaratkan dividen.

Hasil prediksi hubungan *monotonic* melalui teori pengisyaratkan dividen dapat ditemukan, dan telah diujikan dengan *robust nonparametric techniques*, tetapi suatu inspeksi yang lebih hati-hati menunjukkan bahwa hal itu tidak bertahan untuk

berbagai perbedaan tingkat dari pengisyratan dividen. Ini secara kuat menyarankan bahwa keberadaan model-model pengisyratan tidak dapat menjelaskan pilihan-pilihan kebijakan dividen dari perusahaan-perusahaan. Dengan kata lain, Benhardt et al., menyatakan keyakinannya bahwa temuan-temuan mereka menggambarkan bukti yang signifikan melawan penjelasan dari kebijakan dividen perusahaan. Masuk akal, hubungan ini merefleksikan bahwa hasil analisis adalah digerakan oleh teori-teori *non-signaling dividend*.

Selanjutnya, Farsio et al. (2004) melakukan penelitian dengan menggunakan data kuartalan dari *the S and P 500 index* yang meliputi periode tahun 1988-2002. Farsio et al., (2004) menyediakan bukti secara logis dan secara empiris dalam mendukung dari hipotesis bahwa tidak ada hubungan yang signifikan antara perubahan dividen dan perubahan *earnings* dalam jangka panjang. Kami berpendapat bahwa studi-studi empiris yang menyimpulkan suatu penyebab keberadaan hubungan antara perubahan *dividends* dan perubahan *earnings* adalah berdasarkan atas periode-periode jangka pendek dari waktu dan oleh sebab itu menyesatkan bagi para investor potensial.

Untuk memudahkan membandingkan hasil penelitian yang melakukan pengujian terhadap *information, or signaling, content hypothesis* maka beberapa penelitian dan hasil temuannya disajikan pada Tabel 1.4, sebagai berikut:

TABEL 1.4
RINGKASAN RESEARCH GAP TENTANG PENGARUH
ASYMMETRIC INFORMATION TERHADAP KEBIJAKAN DIVIDEN

GAP	HASIL	PENELITI	METODE
Terdapat perbedaan temuan hasil penelitian tentang: Dividen dan kandungan informasi atau pengisyratan <i>earnings</i> masa yang akan datang.	Melaporkan adanya bukti-bukti yang membenarkan teori pemberian isyarat dividen	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Farinha dan Moreira (2007). ▪ Deshmukh (2005) ▪ Lundstrum (2005) ▪ Arturo Ramirez Perdugo (2004) ▪ Nissim dan Ziv (2001) 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ <i>Probit Analysis dan Graphical Analysis.</i> ▪ <i>Tobit Regression Model</i> ▪ <i>Tobit Regression Model</i> ▪ <i>OLS Rregression</i> ▪ <i>Multivariate Regression Analysis</i>
	Melaporkan tidak adanya bukti-bukti yang membenarkan teori pemberian isyarat dividen	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Li dan Zhao (2007) ▪ Khang dan King (2006) ▪ Tian et al. (2006) ▪ Grullon et al. (2005) ▪ Bernhard et al. (2005) ▪ Farsio et al. (2004) 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ <i>OLS Rregression</i> ▪ <i>Multiple Regression Analysis</i> ▪ <i>Multivariate Regression Analysis</i> ▪ <i>Multiple Regression Analysis</i> ▪ <i>Rank Order Correlation dan Ordinary Least Square</i> ▪ <i>Dickey-Fuller Test dan Granger Causality Test</i>

Sumber: Beberapa penelitian dan dikembangkan untuk disertasi ini

1.3.4 Hubungan *Coporate Governance* dengan Nilai Perusahaan

Good Corporate Governance (GCG) telah dikenal luas di masyarakat. Secara umum GCG adalah struktur dan sistem yang baik untuk mengelola perusahaan dengan tujuan meningkatkan nilai pemegang saham serta mengakomodasi berbagai pihak yang berkepentingan dengan perusahaan (*stakeholders*) seperti kreditor, pemasok, asosiasi bisnis, konsumen, pekerja, pemerintah dan masyarakat luas. Konsep ini dengan cepat diterima oleh masyarakat luas bahkan kinerja saham suatu perusahaan kini ditentukan sejauh mana keseriusannya dalam menerapkan GCG (Utama dan Cynthia, 2005). Tetapi, sebagian penelitian yang bersifat akademis telah membuktikan bahwa tidak ada hubungan yang signifikan antara struktur dan mekanisme *corporate governance* dan kinerja keuangan perusahaan (Young, 2003). Dengan demikian pengaruh dari struktur dan mekanisme *corporate governance* terhadap nilai perusahaan menunjukkan hasil yang simpang siur.

Dharmapala dan Khanna (2008) melakukan penelitian untuk menguji dampak dari *corporate governance* terhadap nilai perusahaan, dengan menggunakan suatu rangkaian dari pembaharuan *corporate governance* di India. Penelitian ini menggunakan sampel besar yang meliputi 4000 perusahaan dengan menggunakan data periode tahun 1998 sampai tahun 2006. Hasil penelitian menyajikan suatu pengaruh yang kuat, yaitu suatu pengaruh yang positif dan signifikan dengan jumlah yang lebih dari 10%, dari pembaharuan *corporate governance* terhadap nilai perusahaan yang diukur dengan *Tobin' q*. Hasil penelitian Dharmapala dan Khanna ini adalah sejalan dengan hasil dari penelitian-penelitian sebelumnya, yaitu Black, Kim, Jang, dan Park (2005); dan Black, Jang dan Kim (2006) yang dilakukan di

Korea. Terakhir, penelitian Dharmapala dan Khanna ini juga memberi kontribusi secara khusus terhadap evaluasi empiris (*empirical evaluation*) yang dilakukan oleh Black and Khanna (2007) untuk pembaharuan *corporate governance* di India.

Garay dan González (2008) melakukan penelitian untuk menguji hubungan antara *corporate governance*, yang diukur dengan *Corporate Governance Index* (CGI), dan nilai perusahaan, yang diukur dengan *Price to Book Value* (P/BV) dan *Tobin's Q*, pada perusahaan-perusahaan *go public* di Venezuela. Hasil penelitian Garay dan González menunjukkan bahwa suatu kenaikan sebesar 1% dalam CGI menghasilkan suatu kenaikan rata-rata sebesar 11,3% dalam *dividend payouts*, 9,9% dalam *Price to Book Value*, dan 2,7% dalam *Tobin's q*. Temuan-temuan Garay dan González ini adalah konsisten dengan model teoritis dari La Porta, et al. (2002) yang menyatakan bahwa *Good Corporate Governance* berhubungan dengan kepercayaan yang tinggi dari investor.

Silveira dan Barros (2007) melakukan penelitian untuk mengetahui pengaruh dari kualitas *corporate governance* terhadap nilai pasar dari 154 perusahaan *go public* di Brazilia pada tahun 2002. Proksi dari kualitas *corporate governance* diperoleh dari suatu indeks *governance* yang telah dibangun. Investigasi mengikutsertakan pendekatan ekonometrika yang berbeda untuk mengatasi kompleksitas permasalahan, yaitu *multiple regressions* dengan menggunakan *Ordinary Least Squares* (OLS), pendekatan variabel-variabel *instrumental*, dan sistem-sistem dari persamaan *simultaneous*. Hasil analisis *multiple regressions* (OLS) yang menggunakan variabel *Tobin's q* dan P/BV sebagai variabel nilai pasar

menyarankan bahwa, *ceteris paribus*, suatu perubahan dari yang paling buruk ke yang paling baik dalam kualitas *governance* akan menghasilkan suatu kenaikan dalam *market capitalization* berturut-turut dari sekitar 85% dan 100%. Sedangkan hasil yang menggunakan *simultaneous equation approach* mengindikasikan adanya suatu hubungan kausalitas yang sebaliknya antara kualitas *corporate governance* dan nilai perusahaan.

Chhaochharia dan Grinstein (2006) melakukan penelitian dengan tujuan untuk mempelajari pengaruh pengumuman dari peraturan-peraturan baru *governance* atas nilai perusahaan. Penelitian ini membagi sampel dalam dua kelompok, yaitu; kelompok pertama terdiri dari perusahaan-perusahaan yang CEOs-nya menjual saham, dan kelompok yang kedua terdiri dari perusahaan-perusahaan yang *corporate insiders*-nya (*directors* atau *officers*), menjual saham. Prosedur ini menghasilkan 72 perusahaan dalam sampel CEO dan 124 perusahaan dalam sampel *insider*. Data keuangan untuk seluruh pengujian datang dari *the Center for Research in Security Prices (CRSP) database* dan *the Compustat database*, antara Januari 2001 dan Maret 2001. Secara umum, hasil penelitian Chhaochharia dan Grinstein memberi kontribusi untuk jalur penelitian yang menguji hubungan antara *corporate governance* dan nilai perusahaan, misalnya, Yermack (1996), Gompers, Ishii, dan Metrick (2003), Cremers dan Nair (2005), Bebchuk, et al. (2004). Studi-studi ini menemukan bukti bahwa struktur-struktur *governance* tertentu adalah berhubungan dengan kinerja yang lebih baik dan nilai perusahaan yang lebih tinggi.

Black et al. (2002) menguji keterkaitan antara *corporate governance* dan nilai perusahaan di Korea. Data *corporate governance* diperoleh dari survei yang dilakukan oleh *Korean Stock Exchange* (KSE) pada bulan Maret dan Juli 2001. Black et al. menggunakan respon survei untuk menyusun *corporate governance index* (0-100). Indeks ini terdiri dari enam sub-indeks, yaitu: 1) *shareholder rights*; 2) *board of directors*; 3) *outside directors*; 4) *audit committee and internal auditor*; 5) *disclosure to investor*; dan 6) *ownership parity*, yang mengukur tingkat dimana pemegang saham terbesar menggunakan *pyramidal* atau *cross-holding structure* untuk mengendalikan hak suara dibandingkan pemegang saham langsung membeli pada perusahaan bersangkutan. Analisis regresi berganda digunakan untuk menguji hubungan *signaling*, untuk *endogeneity* menggunakan *two-stage* (2SLS) dan *three-stage* (3SLS) *least squares*. *Tobin's q* digunakan sebagai ukuran nilai perusahaan, dan diregresikan pada CGI serta variabel control lain, yaitu: *log of book asset value*, *log of years of listing*, dan *industry dummy variables*, *Sales growth* juga ditambahkan dalam persamaan regresi untuk melihat peluang pertumbuhan perusahaan. Selain itu *debt-to-equity ratio* dan kepemilikan saham oleh pemegang saham terbesar dimasukkan untuk mengontrol dampaknya pada nilai perusahaan. Hasil penelitian menemukan bukti bahwa peningkatan 10 poin pada GCI akan meningkatkan Tobin's Q dari 15% nilai buku aset atau 40% dari nilai buku *common equity*.

Tang (2007) melakukan studi untuk menguji signifikansi pengaruh dari mekanisme *corporate governance* terhadap kinerja perusahaan yang diukur dengan *return* saham. Studi ini menggunakan sebuah sampel yang terdiri dari 117

perusahaan *non financial* Jepang yang tercatat di Tokyo Stock Exchange meliputi data periode tahun 1989 sampai tahun 2001. Menggunakan suatu pendekatan ekonometrika yang berbeda dari studi-studi sebelumnya, hubungan antara komposisi dewan dan kinerja perusahaan adalah diuji dengan analisis *pooled least squares regression estimates*. Hasil-hasil studi Tang menunjukkan bahwa: (1) terdapat suatu hubungan yang negatif dan signifikan antara perputaran dari anggota-anggota *board of directors* dan kinerja perusahaan; (2) pengurangan ukuran dewan adalah signifikan negatif berpengaruh terhadap kinerja perusahaan; (3) tidak terdapat bukti yang konsisten pengaruh dari *outside directorship*, sebagai salah satu proksi dari mekanisme *corporate governance*, terhadap kinerja perusahaan.

Javed dan Iqbal (2007) melakukan investigasi untuk menjawab pertanyaan apakah perbedaan dalam tingkat kualitas dari *corporate governance* yang dimiliki perusahaan dapat menjelaskan tingkat kinerja yang dicapai perusahaan. Investigasi dilakukan terhadap sebuah sampel yang terdiri dari 50 perusahaan yang tercatat di *Karachi Stock Exchange*. Javed dan Iqbal melakukan analisis terhadap hubungan antara tingkat nilai perusahaan yang diukur dengan Tobin's Q dan *Corporate Governance Index* (CGI) yang diukur dengan menggunakan tiga sub-indikasi yaitu dewan (*board*), *shareholdings* dan *ownership*, dan pengungkapan (*disclosures*) dan transparansi (*transparency*). Hasil investigasi mengindikasikan bahwa *corporate governance* adalah berarti di Pakistan. Bagaimanapun, tidak seluruh komponen dari *corporate governance* adalah penting. *Board composition* dan *ownership* dan *shareholdings* meningkatkan kinerja perusahaan, sedangkan *disclosure* dan

transparency mempunyai pengaruh yang tidak signifikan terhadap kinerja perusahaan. Hasil investigasi ini menunjukkan bahwa kecukupan tingkat *governance* perusahaan tidak dapat menggantikan kondisi yang sesungguhnya dari perusahaan. Rendahnya tingkat produksi dan praktek-praktek manajemen yang buruk tidak dapat ditutupi dengan pengungkapan yang jelas dan standar-standar untuk transparansi.

Penelitian Bøhren dan Ødegaard (2004) yang dilakukan pada seluruh perusahaan *non financial* yang tercatat di *Oslo Stock Exchange* dan menggunakan data periode tahun 1989-1997, menemukan bukti adanya suatu hubungan yang terbalik dengan tingkat signifikansi yang tinggi antara kepemilikan dari luar yang terkonsentrasi (*outside concentration*) dengan kinerja perusahaan yang diukur dengan *Tobin's q*. Sebaliknya kepemilikan dari dalam (*insider holdings*) adalah menciptakan kenaikan nilai sekitar sampai dengan 60%. Temuan selanjutnya adalah bahwa kepemilikan individual atau kepemilikan langsung (*direct ownership*) berhubungan dengan kinerja yang lebih tinggi dibandingkan dengan kepemilikan tidak langsung (*indirect ownership*) berupa *multiple-agent intermediaries*. Hasil penelitian juga membuktikan bahwa kinerja menurun seiring dengan meningkatnya ukuran dewan, *leverage*, *dividend payout*, dan fraksi dari saham-saham *non-voting* dan menyarankan bahwa mekanisme *corporate governance* adalah independen dan memungkinkan untuk dianalisis satu demi satu atau secara keseluruhan. Sebaliknya, temuan Bøhren dan Ødegaard (2004) tergantung kepada ukuran dari kinerja yang digunakan dan tergantung pula kepada pemilihan dari instrumen dalam persamaan-persamaan simultan (*simultaneous equations*).

Selanjutnya, untuk lebih mempermudah dalam membandingkan hasil-hasil penelitian yang menguji dampak dari *good corporate governance* terhadap kinerja atau nilai perusahaan maka disajikan dalam Tabel 1.5 berikut:

TABEL 1.5
RINGKASAN *RESEARCH GAP* TENTANG PENGARUH
CORPORATE GOVERNANCE TERHADAP NILAI PERUSAHAAN

GAP	HASIL	PENELITI	METODE
Terdapat perbedaan temuan hasil penelitian tentang; Pengaruh <i>Corporate Governance</i> terhadap Kinerja atau Nilai Perusahaan.	Menemukan bukti bahwa <i>Corporate Governance</i> berpengaruh positif dan signifikan terhadap Kinerja atau Nilai Perusahaan	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Dharmapala dan Khanna (2008) ▪ Garay dan González (2008) ▪ Silveira dan Barros (2007) ▪ Chhaochharia dan Grinstein (2006) ▪ Black et al. (2002) 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ <i>Multiple Regressions</i> ▪ <i>Multiple Regressions</i> ▪ <i>Ordinary Least Squares (OLS)</i> ▪ <i>Multiple Regressions</i> ▪ <i>Two-stage (2SLS) dan three-stage (3SLS) least squares</i>
	Menemukan bukti bahwa <i>Corporate Governance</i> berpengaruh negatif atau tidak berpengaruh terhadap Kinerja atau Nilai Perusahaan	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Tang (2007) ▪ Javed dan Iqbal (2007) ▪ Bøhren dan Ødegaard (2004) 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ <i>Pooled Least Squares Regression</i> ▪ <i>Multiple Regression Analysis</i> ▪ <i>Simultaneous Equation Approach</i>

Sumber: Beberapa penelitian dan dikembangkan untuk disertasi ini

1.4 Fenomena Bisnis Perusahaan Manufaktur di Bursa Efek Indonesia

Pada saat ini Indonesia dapat dikatakan telah melewati krisis moneter yang dimulai sejak pertengahan bulan Juli 1997. Kondisi ini salah satunya dapat dilihat dari membaiknya iklim dunia usaha yang telah turut serta mendorong perkembangan pasar modal Indonesia. Laporan tahunan *Jakarta Stock Exchange* menyampaikan bahwa jumlah emiten yang tercatat di Bursa Efek Jakarta (BEJ) untuk laporan keuangan tahun 2000 adalah 307 emiten, tahun 2001 meningkat menjadi 323 emiten, 329 emiten untuk tahun 2002, 333 emiten untuk tahun 2003, 330 emiten untuk tahun 2004, meningkat menjadi 339 emiten untuk tahun 2005, tahun 2006 adalah 343 emiten, dan akhir tahun 2007 jumlah yang tercatat adalah sebanyak 393 emiten

Berdasarkan ICMD (*Indonesian Capital Market Directory*) yang diobservasi mulai tahun 2001 sampai dengan tahun 2008, dilaporkan bahwa perusahaan-perusahaan yang termasuk dalam kelompok manufaktur berturut-turut berjumlah 155 perusahaan untuk tahun 2000, 157 perusahaan untuk tahun 2001, 155 perusahaan untuk tahun 2002, 152 perusahaan untuk tahun 2003, 150 perusahaan untuk tahun 2004, 146 perusahaan untuk tahun 2005, dan 142 perusahaan untuk tahun 2006, dan 151 perusahaan untuk tahun 2007.

Tahun 2000 sampai tahun 2007 perusahaan-perusahaan manufaktur yang membayar dividen berturut-turut berjumlah 45 (29,03%) perusahaan untuk tahun 2000; 52 (33,12%) perusahaan untuk tahun 2001; 49 (31,61%) perusahaan untuk tahun 2002; 43 (28,29%) perusahaan untuk tahun 2003; 48 (32,00%) perusahaan untuk tahun 2004; 45 (30,82%) perusahaan untuk tahun 2005; 47 (33,10%)

perusahaan untuk tahun 2006; dan 40 (26,49%) perusahaan untuk tahun 2007. Jadi rata-rata perusahaan manufaktur yang membayar dividen antara tahun 2000 sampai dengan tahun 2007 adalah sebesar 30,56%. Sedangkan sisanya, dengan jumlah yang lebih dari dua kali lipatnya, yaitu sebesar 69,44% dari seluruh perusahaan manufaktur antara periode tahun 2000 sampai dengan 2007 tidak membayar dividen.

Rata-rata *Dividend Payout Ratio* (DPR) tahun 2000 adalah 25%, tahun 2001 meningkat menjadi 34%, tahun 2002 kembali meningkat menjadi 44%, tahun 2003 turun menjadi 33%, tahun 2004 naik kembali menjadi 36%, tahun 2005 adalah tetap 36%, tahun 2006 naik menjadi 37%, dan tahun 2007 turun lagi menjadi 36%. Jadi DPR yang tertinggi adalah 44% tahun 2002, dan DPR yang terendah adalah 25% tahun 2000. Dengan demikian, apabila dirata-ratakan kembali besarnya DPR selama periode tahun 2000 sampai dengan tahun 2007 adalah 35,13%, dengan demikian sebesar rata-rata 64,87% keuntungan yang diperoleh perusahaan-perusahaan manufaktur yang membayar dividen disimpan di perusahaan sebagai laba ditahan.

Tabel 1.6 berikut menyajikan jumlah seluruh perusahaan yang masuk dalam kelompok industri manufaktur, dan jumlah seluruh perusahaan yang membayar dividen untuk periode tahun 2000 sampai dengan tahun 2007. selanjutnya, berdasarkan Tabel 1.6 dapat diketahui bahwa diantara perusahaan-perusahaan manufaktur yang membayar dividen terdapat dua perusahaan yang mengalami kerugian, yaitu Tembaga Mulia Semanan Tbk (TBMS) untuk laporan keuangan tahun 2004, dan Goodyear Indonesia Tbk (GDYR) untuk laporan keuangan tahun 2005. kondisi ini tentunya bertentangan dengan hasil-hasil penelitian yang telah dilakukan

oleh Lintner (1956); Baker, et al. (2001); Baker, et al. (2005); dan Denis dan Osobov (2007); dan peneliti lainnya, yang menyatakan bahwa tingkat profitabilitas adalah merupakan faktor utama yang menentukan kebijakan dividen.

TABEL 1.6
PERUSAHAAN-PERUSAHAAN MANUFAKTUR MEMBAYAR
DIVIDEN TAHUN 2000 SAMPAI DENGAN TAHUN 2007

Periode Tahun	Jumlah Seluruh Perusahaan	Perusahaan yang Membayar Dividen		
		Jumlah Perusahaan	Memperoleh Keuntungan	Mengalami Kerugian
2000	155	45	45	0
2001	157	52	52	0
2002	155	49	49	0
2003	152	43	43	0
2004	150	48	47	1
2005	146	45	44	1
2006	142	47	47	0
2007	151	40	40	0

Sumber: ICMD tahun 2001 sampai tahun 2008 yang diolah kembali

Tabel 1.7 berikut menyajikan perusahaan-perusahaan yang termasuk dalam kelompok industri manufaktur yang tidak membayar dividen untuk laporan keuangan periode tahun 2000 sampai dengan tahun 2007. Pemaparan Tabel 1.7 ini adalah untuk mengetahui berapa banyak perusahaan-perusahaan manufaktur yang mengalami keuntungan tetapi tidak membayar dividen, serta berapa banyak perusahaan-perusahaan manufaktur yang mengalami kerugian dan tidak membayar dividen.

TABEL 1.7
PERUSAHAAN-PERUSAHAAN MANUFAKTUR TIDAK

MEMBAYAR DIVIDEN TAHUN 2000 SAMPAI DENGAN TAHUN 2007

Periode Tahun	Jumlah Perusahaan Manufaktur	Perusahaan Yang Tidak Membayar Dividen		
		Jumlah Perusahaan	Memperoleh Keuntungan	Mengalami Kerugian
2000	155	110	34	76
2001	157	105	51	54
2002	155	106	66	40
2003	152	109	58	51
2004	150	102	51	51
2005	146	101	61	40
2006	142	95	59	36
2007	151	111	88	23

Sumber: ICMD Tahun 2001 sampai Tahun 2008 yang diolah kembali

Berdasarkan pada Tabel 1.7 di atas terlihat bahwa diantara perusahaan-perusahaan manufaktur yang tidak membayar dividen itu rata-rata sebesar 55,84% mendapat keuntungan pada periode yang bersangkutan. Secara lebih rinci dapat diketahui bahwa perusahaan-perusahaan yang memperoleh keuntungan, tetapi tidak membayar dividen berturut-turut adalah sebanyak 30,91% untuk tahun 2000, 48,57% untuk tahun 2001, 62,26% untuk tahun 2002, 53,21% untuk tahun 2003, 50% untuk tahun 2004, 60,40% untuk tahun 2005, 62,11% untuk tahun 2006, dan sebanyak 79,28% untuk tahun 2007.

Dengan demikian dapat diketahui bahwa selama periode yang diamati, yaitu tahun 2000 sampai dengan tahun 2007, perusahaan-perusahaan manufaktur banyak yang menahan keuntungan yang diperolehnya atau tidak membagikannya kepada para pemegang saham sebagai dividen. Keadaan ini dapat dilihat dari rata-rata *Dividend Payout Ratio* (DPR) yang hanya sebesar 35,25%, yang berarti rata-rata sebesar

64,75% keuntungan yang diperoleh perusahaan disimpan sebagai laba ditahan. Selain itu, diantara perusahaan-perusahaan yang tidak membayar dividen, sebesar rata-rata 55,84%, adalah perusahaan-perusahaan yang memperoleh keuntungan, dengan demikian mereka mempunyai DPR adalah sebesar 0%, yang berarti sebesar 100% keuntungan yang diperoleh perusahaan disimpan sebagai laba ditahan.

Tabel 1.8 berikut akan menyajikan perbandingan dari beberapa kondisi keuangan untuk tahun yang bersangkutan dengan kondisi keuangan satu tahun sebelumnya. Perusahaan-perusahaan yang termasuk kelompok manufaktur yang memperoleh keuntungan tetapi tidak membayar dividen, untuk laporan keuangan periode tahun 2000 sampai dengan tahun 2007. Perbandingan ini dimaksudkan untuk mengetahui, apakah keuntungan yang mereka tahan itu digunakan untuk menambah *total asset* dan atau digunakan untuk melunasi atau mengurangi hutang mereka, dan bagaimana keputusan-keputusan tersebut pengaruhnya terhadap efisiensi, profitabilitas, dan nilai perusahaan?

TABEL 1.8
KONDISI KEUANGAN PERUSAHAAN MANUFAKTUR YANG
MEMPEROLEH KEUNTUNGAN TETAPI TIDAK MEMBAYAR DIVIDEN
PADA TAHUN YANG BERSANGKUTAN

THN	HARGA SAHAM	LABA DITAHAN	T. ASSETS	LEV	TATO	ROI	ROE	PBV
2000	1.496,17	88.235,70	789.441,80	0,50	0,94	8,34	14,36	1,55
2001	1.991,74	55.638,51	1.311.361,60	0,61	1,06	5,65	10,74	1,28
2002	2.522,11	5.861,05	2.212.874,17	0,71	0,86	5,87	12,16	0,85
2003	1.673,75	-123.528,04	1.349.124,21	0,59	0,91	5,43	7,59	0,95
2004	1.715,25	112.836,00	2.928.955,30	0,50	1,00	5,00	9,51	1,10
2005	1.388,90	117.323,67	2.821.522,78	0,54	1,02	3,83	6,98	0,97
2006	3.676,15	-130.097,58	1.148.452,02	0,61	1,15	3,09	5,04	1,22
2007	1.686,86	120.223,78	3.398.834,14	0,62	2,60	5,30	9,62	1,35
Rata-Rata	2.066,30	18.038,47	1.794.533,13	0,59	1,19	5,31	9,50	1,16

Sumber: ICMD Tahun 2001 sampai Tahun 2008 yang diolah kembali

TABEL 1.9

**KONDISI KEUANGAN PERUSAHAAN MANUFAKTUR YANG
MEMPEROLEH KEUNTUNGAN DAN TIDAK MEMBAYAR DIVIDEN
PADA SATU TAHUN SEBELUMNYA**

THN	HARGA SAHAM	LABA DITAHAN	T. ASSETS	LEV	TATO	ROI	ROE	PBV
1999	2.098,33	35.326,57	628.241,00	0,64	0,99	7,34	2,60	2,17
2000	2.175,00	12.550,93	1.271.738,09	0,55	0,96	3,52	3,23	1,34
2001	1.805,76	-27.8619,71	2.318.028,68	0,74	0,83	0,28	4,93	0,95
2002	1.391,76	-130.817,38	1.423.446,46	0,64	0,89	4,50	14,48	1,04
2003	958,88	-57.764,83	2.600.290,50	0,50	0,95	3,38	4,97	1,01
2004	1.968,40	-8.588,73	2.668.859,80	0,57	0,95	3,40	7,03	1,17
2005	2.789,81	-156.382,21	1.145.039,15	0,64	0,96	2,41	6,87	1,10
2006	1.853,33	-13.449,12	2.714.712,88	0,63	1,00	3,38	3,60	1,21
Rata-Rata	1.890,79	-45.589,25	1.778.903,98	0,61	0,94	3,53	5,96	1,25

Sumber: ICMD Tahun 2001 sampai Tahun 2008 yang diolah kembali

Berikut ini adalah keterangan atau penjelasan tentang berbagai informasi yang tercantum pada Tabel 1.8 dan Tabel 1.9 di atas:

1. Harga Saham, Laba Ditahan, dan *Total Assets* untuk Tabel 1.8 adalah nilai rata-rata akhir tahun, yang berturut-turut, dari 34, 51, 66, 58, 51, 61, 59, dan 88 perusahaan untuk tahun, yang berturut-turut, 2000, 2001, 2002, 2003, 2004, 2005, 2006, dan 2007. Sedangkan, untuk Tabel 1.9 adalah untuk jumlah perusahaan yang sama dengan Tabel 1.8, tetapi untuk satu tahun sebelumnya.

Harga Saham dinyatakan dalam satuan rupiah (Rp), sedangkan Laba Ditahan dan *Total Assets* dinyatakan dalam jutaan rupiah (Rp. 000.000).

2. LEV adalah *Leverage Ratio*, yaitu *Total Debt to Total Assets Ratio*; TATO adalah *Total Assets Turn Over*, yaitu *Net Sales* dibagi dengan *Total Assets*; ROI adalah *Return On Investment*, yaitu *Earnings Before Taxes and Interest* (EBIT) dibagi dengan *Total Assets*; ROE adalah *Return On Equity*, yaitu *Earnings After Taxes* (EAT) dibagi dengan *Total Equity*. PBV adalah *Price to Book Value*, yaitu Harga Saham akhir periode dibagi dengan Nilai Buku Saham.
3. Nilai LEV, TATO, ROI, ROE, dan PBV untuk Tabel 1.8 adalah nilai rata-rata, berturut-turut, dari 34, 51, 66, 58, 51, 61, 59, dan 88 perusahaan untuk tahun, berturut-turut, 2000, 2001, 2002, 2003, 2004, 2005, 2006, dan 2007. Sedangkan, untuk Tabel 1.9 adalah untuk jumlah perusahaan yang sama dengan Tabel 1.8, tetapi untuk satu tahun sebelumnya.

Berdasarkan Tabel 1.8 dan 1.9 di atas, untuk tahun 2000 dapat diketahui bahwa keuntungan yang diperoleh perusahaan digunakan sebagian untuk menambah *total assets* dan sebagian lainnya untuk mengurangi hutang-hutang mereka. Hal ini dapat dilihat dari adanya kenaikan pada *total assets* dari rata-rata sebesar 628.241,00 juta rupiah untuk satu tahun sebelumnya menjadi rata-rata sebesar 789.441,80 untuk tahun 2000. Selain itu, pada tahun 2000 juga telah terjadi penurunan tingkat *leverage* dari rata-rata sebesar 64% pada satu tahun sebelumnya menjadi rata-rata sebesar 50% untuk tahun 2000. Tetapi, keadaan itu ternyata diikuti dengan penurunan dari

tingkat efisiensi yang diukur dengan *total asset turn over* (TATO) dan nilai perusahaan yang diukur dengan *price to book value* (PBV). TATO turun dari rata-rata sebesar 0,99 kali pada tahun sebelumnya menjadi rata-rata sebesar 0,94 kali pada tahun 2000, dan P/BV turun dari rata-rata sebesar 2,17 kali pada tahun sebelumnya menjadi rata-rata sebesar 1,55 kali pada tahun 2000. Data di atas, mengindikasikan bahwa tidak dilakukannya pembayaran dividen, telah direspon negatif oleh para investor dengan turunnya PBV. Data di atas, juga mengindikasikan adanya perilaku oportunistik dari para pengelola perusahaan, yaitu bahwa keuntungan diinvestasikan oleh para manajer pada *assets* yang kurang produktif, hal ini terlihat dari naiknya *total assets* tetapi menjadikan turunnya *total asset turn over* (TATO) dan pada gilirannya menurunkan *price to book value* PBV.

Berdasarkan Tabel 1.8 dan 1.9 di atas, dapat diketahui bahwa untuk tahun 2001 telah terjadi kenaikan *total assets* dari rata-rata sebesar 1.271.738,09 juta rupiah untuk tahun sebelumnya, meningkat menjadi rata-rata sebesar 1.311.361,60 juta rupiah untuk tahun 2001. Tingkat *leverage* juga menunjukkan kenaikan dari rata-rata sebesar 55% untuk tahun sebelumnya menjadi rata-rata sebesar 61% untuk tahun 2001. Kondisi ini menunjukkan bahwa keuntungan yang diperoleh perusahaan ditambah sumber dana dari hutang digunakan untuk menambah *total assets*. Tingkat efisiensi yang ditunjukkan dengan *total assets turn over* menunjukkan kenaikan dari rata-rata sebesar 0,96 kali pada tahun sebelumnya, meningkat menjadi rata-rata sebesar 1,06 kali pada tahun 2001. Walaupun demikian, nilai perusahaan yang

ditunjukkan dengan *price to book value* (P/BV) mengalami penurunan dari rata-rata sebesar 1,34 pada tahun sebelumnya menjadi rata-rata sebesar 1,28 pada tahun 2001.

Berdasarkan Tabel 1.8 dan 1.9 di atas, untuk tahun 2002, dapat diketahui bahwa telah terjadi penurunan *total assets* dari rata-rata sebesar 2.318.028,68 juta rupiah untuk tahun sebelumnya menjadi rata-rata sebesar 2.212.874,17 juta rupiah untuk tahun 2002. Selanjutnya, telah terjadi penurunan tingkat *leverage* dari rata-rata sebesar 74% untuk tahun sebelumnya menjadi rata-rata sebesar 71% untuk tahun 2002. Terjadi kenaikan *total assets turn over* dari rata-rata sebesar 0,83 kali untuk tahun sebelumnya menjadi rata-rata sebesar 0,86 kali untuk tahun 2002, dan telah terjadi penurunan nilai perusahaan yang ditunjukkan dengan turunnya *price to book value* (P/BV) dari rata-rata sebesar 0,95 kali pada tahun sebelumnya menjadi rata-rata sebesar 0,85 pada tahun 2002. Data yang ditampilkan di atas, mengindikasikan bahwa perusahaan-perusahaan telah menjual sebagian *assets* yang kurang produktif, ditambah dengan keuntungan yang diperoleh pada periode yang bersangkutan untuk digunakan melunasi sebagian hutang-hutangnya, tetapi mungkin dikarenakan perusahaan tidak membayar dividen maka telah direspon negatif oleh para investor dengan turunnya nilai *price to book value* (PBV).

Berdasarkan Tabel 1.8 dan 1.9 di atas, untuk tahun 2003 dapat diketahui bahwa keuntungan yang diperoleh perusahaan pada periode itu ditambah dengan hasil pengurangan *total assets* telah digunakan perusahaan untuk melunasi sebagian dari hutang-hutangnya. Hal ini terlihat dari turunnya *total assets* dari rata-rata sebesar 1.423.446,46 juta rupiah pada sebelumnya menjadi rata-rata sebesar 1.349.124,21 juta

rupiah untuk tahun 2003, dan penurunan tingkat *leverage* dari rata-rata sebesar 64% untuk satu tahun sebelumnya menjadi rata-rata sebesar 59% untuk tahun 2003. Keadaan itu diikuti dengan naiknya *total assets turn over* (TATO) dan *price to book value* (P/BV). TATO naik dari rata-rata sebesar 0,89 kali pada tahun sebelumnya menjadi rata-rata sebesar 0,91 kali pada tahun yang bersangkutan, dan P/BV naik dari rata-rata sebesar 1,04 kali untuk tahun sebelumnya menjadi rata-rata sebesar 1,10 kali untuk tahun 2003. Data di atas, mengindikasikan bahwa perusahaan telah menjual sebagian *assets* yang kurang produktif, ditambah dengan keuntungan yang diperoleh pada periode yang bersangkutan untuk digunakan melunasi sebagian hutang atau memperbaiki struktur modalnya. Keputusan itu telah menaikkan tingkat efisiensi dari *total assets* perusahaan, dan telah direspon positif oleh para investor dengan naiknya nilai perusahaan.

Berdasarkan Tabel 1.8 dan 1.9 di atas dapat diketahui bahwa untuk tahun 2004 keuntungan yang diperoleh perusahaan digunakan sebagian untuk menambah *total assets* dan sebagian lainnya untuk mengurangi hutang-hutang mereka. Hal ini dapat dilihat dari adanya kenaikan *total assets* dari rata-rata sebesar 2.600.290,50 juta rupiah pada satu tahun sebelumnya menjadi rata-rata sebesar 2.928.955,30 untuk tahun 2004. Tingkat *leverage* tidak terjadi perubahan, tetap rata-rata sebesar 50%. Keadaan ini ternyata diikuti dengan naiknya tingkat efisiensi dari *total assets* (TATO) dan nilai perusahaan (PBV). TATO naik dari rata-rata sebesar 0,95 kali pada tahun sebelumnya menjadi rata-rata sebesar 1,00 kali untuk tahun 2004, dan PBV naik dari rata-rata sebesar 1,01 kali pada tahun sebelumnya menjadi rata-rata sebesar

1,101 kali untuk tahun 2004. Data yang ditunjukkan di atas, mengindikasikan bahwa tidak dilakukannya pembayaran dividen direspon positif oleh para investor dengan naiknya PBV, dan berindikasi juga tidak adanya perilaku oportunistik dari para pengelola perusahaan, yaitu keuntungan diinvestasikan pada *assets* yang lebih produktif terlihat dari naiknya *total assets* menjadikan naiknya pula *total asset turn over* (TATO) dan *price to book value* (PBV).

Berdasarkan Tabel 1.8 dan 1.9 di atas, untuk tahun 2005, dapat diketahui bahwa keuntungan yang diperoleh perusahaan telah digunakan sebagian untuk menambah *total assets* dan sebagian lainnya digunakan untuk mengurangi hutang-hutang mereka. Hal ini dapat dilihat dari adanya kenaikan *total assets* dari rata-rata sebesar 2.668.859,80 juta rupiah pada satu tahun sebelumnya menjadi rata-rata sebesar 2.821.522,78, dan telah terjadi penurunan tingkat *leverage* dari rata-rata sebesar 57% pada satu tahun sebelumnya menjadi rata-rata sebesar 54% untuk tahun 2005. Keputusan itu telah diikuti dengan naiknya tingkat efisiensi dari *total assets* (TATO), yang meningkat dari sebesar rata-rata 0,95 kali untuk tahun sebelumnya menjadi 1,02 kali untuk tahun 2005. Tetapi, kondisi di atas telah direspon negatif oleh para investor yang ditunjukkan dengan turunnya nilai *price to book value* (P/BV) dari rata-rata sebesar 1,10 kali untuk tahun sebelumnya menjadi 0,97 kali untuk tahun 2005. Data yang dikemukakan di atas, mengindikasikan bahwa tidak dilakukannya pembayaran dividen oleh perusahaan direspon negatif oleh para investor dengan turunnya *price to book value* (P/BV).

Berdasarkan Tabel 1.8 dan 1.9 di atas, untuk tahun 2006, dapat diketahui bahwa keuntungan yang diperoleh perusahaan telah digunakan sebagian untuk menambah *total assets* dan sebagian lainnya digunakan untuk mengurangi hutang-hutang mereka. Hal ini dapat dilihat dari adanya kenaikan *total assets* dari rata-rata sebesar 1.145.039,15 juta rupiah pada satu tahun sebelumnya menjadi rata-rata sebesar 1.148.452,02 dan telah terjadi penurunan tingkat *leverage* dari rata-rata sebesar 64% pada satu tahun sebelumnya menjadi rata-rata sebesar 61 % untuk tahun 2006. Keadaan ini diikuti dengan naiknya tingkat efisiensi dari *total assets* (TATO) dan naiknya nilai perusahaan (PBV). TATO naik dari rata-rata sebesar 0,96 kali untuk tahun sebelumnya menjadi rata-rata sebesar 1,15 kali untuk tahun 2006, dan PBV naik dari rata-rata sebesar 1,10 kali untuk tahun sebelumnya menjadi rata-rata sebesar 1,22 kali untuk tahun 2006. Data di atas mengindikasikan bahwa tidak dilakukannya pembayaran dividen direspon positif oleh para investor dengan naiknya P/BV, dan berindikasi juga tidak adanya perilaku oportunistik dari para pengelola perusahaan, yaitu keuntungan diinvestasikan pada *assets* yang lebih produktif terlihat dari naiknya *total assets* menjadikan naiknya pula TATO dan P/BV.

Tabel 1.8 dan 1.9 di atas menunjukkan bahwa untuk tahun 2007 keuntungan yang diperoleh perusahaan telah digunakan sebagian untuk menambah *total assets* dan sebagian lainnya digunakan untuk mengurangi hutang perusahaan. Hal ini dapat dilihat dari adanya kenaikan *total assets* dari rata-rata sebesar 2.714.712,88 juta rupiah pada tahun sebelumnya menjadi rata-rata sebesar 3.398.834,14 dan terjadi penurunan tingkat *leverage* dari rata-rata sebesar 63% pada tahun sebelumnya

menjadi rata-rata sebesar 62 % untuk tahun 2007. Keadaan ini diikuti dengan naiknya *total assets turn over* (TATO) dan naiknya nilai perusahaan (P/BV). TATO naik dari rata-rata sebesar 1,00 kali untuk tahun sebelumnya menjadi rata-rata sebesar 2,60 kali untuk tahun 2007, dan P/BV naik dari rata-rata sebesar 1,21 kali untuk tahun sebelumnya menjadi rata-rata sebesar 1,35 kali untuk tahun 2007.

Tabel 1.10 dan Tabel 1.11 berikut menyajikan perbandingan beberapa kondisi keuangan perusahaan pada tahun yang bersangkutan dengan kondisi keuangan perusahaan pada satu tahun sebelumnya, dari perusahaan-perusahaan manufaktur yang membayar dividen, untuk periode tahun 2000 sampai tahun 2007. Bagaimana implikasi dari pembayaran dividen itu terhadap perubahan harga saham, laba ditahan, dan *total assets*, juga beberapa kondisi keuangan perusahaan, seperti; tingkat *leverage*, *total assets turn over*, *return on invesment*, *return on equity*, dan *price to book value*. Perbandingan ini untuk mengetahui apakah sebagian keuntungan yang ditahan itu digunakan untuk menambah *total assets* ataukah untuk melunasi atau mengurangi hutang mereka, dan bagaimana pengaruhnya terhadap harga saham, efisiensi, profitabilitas, dan nilai perusahaan?

TABEL 1.10
KONDISI KEUANGAN PERUSAHAAN YANG MEMBAYAR DIVIDEN
PADA TAHUN YANG BERSANGKUTAN

THN	HARGA SAHAM	LABA DITAHAN	T. ASSETS	LEV	TATO	ROI	ROE	PBV
2000	3.764,91	335.905,18	1.263.770,71	0,44	1,13	14,65	26,43	1,15
2001	3.317,72	390.647,08	1.400.340,88	0,47	1,16	9,69	17,64	1,80
2002	4.051,53	485.669,86	1.390.960,65	0,44	1,21	10,70	19,61	1,38
2003	4.290,35	790378,79	2.330.866,70	0,41	1,30	7,59	13,08	1,67
2004	4.982,92	842.776,93	2.857.878,52	0,42	1,27	9,28	16,35	2,06

2005	6.309,22	1.106.432,62	3.392.501,31	0,44	1,36	8,84	16,13	2,00
2006	5.878,55	1.309.614,55	4.107.026,68	0,46	1,52	8,61	15,35	2,32
2007	9.224,00	1.041.335,95	3.179.648,30	0,54	1,38	8,54	14,29	2,37
Rata-Rata	5.227,40	787.845,12	2.490.374,22	0,45	1,29	9,74	17,36	1,84

Sumber: ICMD Tahun 2001 sampai Tahun 2008 yang diolah kembali

TABEL 1.11

**KONDISI KEUANGAN PERUSAHAAN YANG MEMBAYAR DIVIDEN
PADA SATU TAHUN SEBELUMNYA**

THN	HARGA SAHAM	LABA DITAHAN	T. ASSETS	LEV	TATO	ROI	ROE	PBV
1999	8.090,00	241.221,67	1035107,36	0,53	1,19	12,31	20,03	2,01
2000	3.486,75	316.612,88	1.352.183,46	0,47	1,12	12,00	17,89	1,24
2001	3.800,33	389.589,55	1.283.178,39	0,53	1,21	10,42	19,37	1,79
2002	3.853,60	634.850,91	2.157.276,30	0,44	1,28	10,55	20,62	1,37
2003	4.067,19	769.887,42	2.709.933,23	0,44	1,20	8,10	22,51	1,66
2004	5296,25	955.688,77	3053918,86	0,43	1,31	9,60	16,78	2,03
2005	4.257,02	1.118.132,33	3.698.043,57	0,46	1,45	7,66	14,94	1,82
2006	8.420,88	863.653,85	2.683.280,43	0,45	1,38	7,69	12,85	2,25
Rata-Rata	5.159,00	661.204,67	2.246.615,20	0,47	1,27	9,79	18,12	1,77

Sumber: ICMD Tahun 2001 sampai Tahun 2008 yang diolah kembali

Berikut ini adalah keterangan atau penjelasan tentang berbagai informasi yang tercantum pada Tabel 1.10 dan Tabel 1.11 di atas:

1. Harga Saham, Laba Ditahan, dan *Total Assets* untuk Tabel 1.10 adalah nilai rata-rata akhir tahun, yang berturut-turut, dari 45, 52, 49, 43, 48, 45, 47, dan 40 perusahaan untuk tahun, yang berturut-turut, 2000, 2001, 2002, 2003, 2004, 2005, 2006, dan 2007. Sedangkan, untuk Tabel 1.9 adalah untuk jumlah perusahaan yang sama dengan Tabel 1.8, tetapi untuk satu tahun sebelumnya. Harga Saham dinyatakan dalam satuan rupiah (Rp), sedangkan Laba Ditahan dan *Total Assets* dinyatakan dalam jutaan rupiah (Rp. 000.000).

2. LEV adalah *Leverage Ratio*, yaitu *Total Debt to Total Assets Ratio*; TATO adalah *Total Assets Turn Over*, yaitu *Net Sales* dibagi dengan *Total*; ROI adalah *Return On Investment*, yaitu *Earnings Before Taxes and Interest* (EBIT) dibagi dengan *Total Assets*; ROE adalah *Return On Equity*, yaitu *Earnings After Taxes* (EAT) dibagi dengan *Total Equity*. PBV adalah *Price to Book Value*, yaitu Harga Saham dibagi dengan Nilai Buku Saham.
3. Nilai LEV, TATO, ROI, ROE, dan PBV untuk Tabel 1.8 adalah nilai rata-rata, berturut-turut, dari 45, 52, 49, 43, 48, 45, 47, dan 40 perusahaan untuk tahun, berturut-turut, 2000, 2001, 2002, 2003, 2004, 2005, 2006, dan 2007. Sedangkan, untuk Tabel 1.9 adalah untuk jumlah perusahaan yang sama dengan Tabel 1.8, tetapi untuk satu tahun sebelumnya.

Berdasarkan hasil perbandingan antara Tabel 1.10 dan Tabel 1.11 di atas terlihat bahwa perusahaan-perusahaan manufaktur yang membayar dividen mempunyai nilai rata-rata yang lebih besar untuk nilai perusahaan yang diukur dengan *price to book value* (P/BV), yaitu sebesar rata-rata 1,84 untuk tahun yang bersangkutan dan sebesar 1,77 untuk satu tahun sebelumnya. Demikian pula halnya dengan ukuran perusahaan (*firm size*) yang ditunjukkan dengan *total assets*, mengalami kenaikan yaitu sebesar 2.490.374,22 juta rupiah pada tahun yang bersangkutan dan sebesar 2.246.615,20 juta rupiah untuk satu tahun sebelumnya, hal ini mengindikasikan bahwa bagian laba yang tidak dibagikan kepada para pemegang saham digunakan untuk menambah *total assets*. Kondisi dari tingkat efisiensi yang

ditunjukkan dengan *total assets turn over* (TATO), memperlihatkan kenaikan yaitu rata-rata sebesar 1,29 pada tahun yang bersangkutan dan rata-rata sebesar 1,27 untuk satu tahun sebelumnya, hal ini mengindikasikan bahwa investasi yang dilakukan perusahaan menghasilkan tingkat penjualan yang lebih tinggi dibandingkan dengan satu tahun sebelumnya. Kondisi tingkat *leverage* adalah sebaliknya, menunjukkan penurunan yaitu sebesar 0,45 pada tahun yang bersangkutan dan sebesar 0,47 untuk satu tahun sebelumnya, hal ini menunjukkan bahwa bagian laba yang tidak dibagikan kepada para pemegang saham selain digunakan digunakan untuk menambah *total assets* juga digunakan untuk melunasi sebagian hutang perusahaan.

Kondisi dari profitabilitas yang diukur dengan *return on invesment* (ROI) dan *return on equity* (ROE), keduanya menunjukkan sedikit penurunan. Kondisi ROI sebesar 9,74% pada tahun yang bersangkutan dan sebesar 9,79% untuk satu tahun sebelumnya, hal ini menunjukkan bahwa tingkat pengembalian atas seluruh investasi yang dilakukan perusahaan belum menghasilkan suatu tingkat yang sama atau lebih baik dibandingkan dengan satu tahun sebelumnya. Demikian pula halnya untuk kondisi ROE sebesar 17,36% pada tahun yang bersangkutan dan sebesar 18,12% untuk satu tahun sebelumnya, hal ini juga sama, menunjukkan bahwa tingkat pengembalian atas seluruh ekuitas yang ditanamkan para investor, secara rata-rata belum menghasilkan suatu tingkat yang sama atau lebih baik dibandingkan dengan satu tahun sebelumnya. Tetapi, apabila diperhatikan perubahan dari produktivitas yang diukur dengan *total assets turn over* (TATO) secara rata-rata menunjukkan kenaikan sebesar 0,02 kali. Dengan demikian, kondisi turunnya ROI dan ROE lebih

disebabkan adanya sedikit penurunan dari rata-rata keuntungan per unit dari produk yang dijual oleh perusahaan. Selanjutnya, rata-rata harga saham mengalami kenaikan yaitu dari sebesar Rp. 5.159,00 pada satu tahun sebelumnya, menjadi sebesar Rp. 5.227,40 pada tahun yang bersangkutan. Sedangkan, rata-rata laba ditahan mengalami kenaikan yaitu dari sebesar 661.204,67 juta rupiah pada satu tahun sebelumnya, menjadi sebesar 787.845,12 juta rupiah pada tahun yang bersangkutan.

1.5 Masalah Penelitian

Penelitian ini bertitik tolak dari adanya permasalahan berupa: **Pertama**, kontradiksi teoritis yang berkaitan dengan kebijakan dividen dampaknya terhadap harga saham atau nilai perusahaan, yaitu *dividend irrelevance theory*, *bird in the hand theory*, dan *tax preference theory* seperti yang telah dipaparkan dalam *theory gap* dan ringkasannya disajikan pada Tabel 1.1. **Kedua**, berbagai kontradiksi hasil penelitian empiris sebagaimana telah dipaparkan dalam *research gap* dan secara ringkas disajikan pada Tabel 1.2, Tabel 1.3, Tabel 1.4 dan Tabel 1.5. Kontradiksi hasil penelitian yang dimaksudkan adalah: (1) pengaruh kebijakan dividen terhadap harga saham, (2) pengaruh sikap pelanggan saham (*clienteles effect*) terhadap kebijakan dividen dan harga saham, (3) dividen dapat menunjukkan adanya kandungan informasi atau pengisyratan (*information, or signaling, content*) untuk memprediksi *earnings* perusahaan masa yang akan datang, dan (4) pengaruh *corporate governance* terhadap kinerja atau nilai perusahaan. **Ketiga**, *phenomena gap* yang ada pada perusahaan-perusahaan manufaktur di Indonesia seperti yang telah

dipaparkan dalam fenomena bisnis perusahaan manufaktur di Bursa Efek Indonesia dan ringkasannya telah disajikan pada Tabel 1.6 sampai dengan Tabel 1.11.

Dengan demikian, berdasarkan ketiga kesenjangan (*gap*) yang telah dikemukakan di atas maka masalah penelitian yang diajukan, adalah:

Bagaimana kebijakan dividen itu ditentukan melalui perilaku oportunistik manajerial dan struktur *corporate governance* dalam upaya meningkatkan nilai perusahaan?

1.6 Pertanyaan Penelitian

Berdasarkan pada masalah yang telah dikemukakan di atas, selanjutnya guna mendukung penelitian empiris, beberapa pertanyaan penelitian diajukan untuk dikembangkan dalam penelitian ini, sebagai berikut:

1. Apakah struktur *corporate governance* berpengaruh terhadap perilaku oportunistik manajerial?
2. Bagaimanakah perilaku oportunistik manajerial berpengaruh terhadap kebijakan dividen perusahaan?
3. Bagaimanakah perilaku oportunistik manajerial berpengaruh terhadap nilai perusahaan yang dicapai ?
4. Apakah struktur *corporate governance* berpengaruh terhadap kebijakan dividen perusahaan?
5. Apakah kebijakan dividen berpengaruh terhadap nilai perusahaan?

6. Bagaimanakah struktur *corporate governance* berpengaruh terhadap nilai perusahaan yang dicapai?

1.7 Orisinalitas Penelitian

Orisinalitas dari penelitian ini adalah mencakup hal-hal sebagai berikut: (1) pengembangan model teoritikal, (2) pengembangan hipotesis dan pengujiannya secara empiris, dan (3) objek penelitian.

1.7.1 Pengembangan Model Teoritikal

Perbedaan penelitian ini dengan penelitian-penelitian sebelumnya adalah bahwa pada umumnya penelitian-penelitian tentang kebijakan dividen pengaruhnya terhadap nilai perusahaan selalu hanya dihubungkan dengan masalah keagenan. Dengan demikian, seringkali tidak tepat dalam menjelaskan bagaimana peranan dari para manajer, sebagai agen dari pemegang, yang mempunyai kecenderungan untuk berperilaku oportunistik dalam setiap pengambilan keputusan keuangan, khususnya dalam keputusan kebijakan dividen. Sedangkan dalam penelitian ini, penulis mencoba mengemukakan suatu konsep perilaku oportunistik dari manajerial dalam perspektif teori keagenan, sebagai salah satu penyebab adanya kesimpangsiuran pengaruh dari kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan.

1.7.2 Pengembangan Hipotesis dan Model Empiris

Orisinalitas model penelitian empiris pertama, adalah bahwa dalam penelitian ini akan diuji pengaruh dari struktur *corporate governance* terhadap perilaku oportunistik manajerial. Pengujian pengaruh struktur *corporate governance* terhadap

perilaku oportunistik manajerial, diharapkan dapat mengungkap peranan dari struktur *corporate governance* dalam mengurangi dan atau mencegah kecenderungan dari para manajer untuk berperilaku oportunistik, yang diproksi dengan *debt to assets ratio* dan tingkat risiko. Berbeda dengan penelitian sebelumnya yang pada umumnya lebih menekankan pada hubungan kausalitas antara struktur *corporate governance* dengan masalah keagenan. Dengan demikian model penelitian empirik pertama sebagaimana dijelaskan di atas, masih sangat terbatas.

Orisinalitas model penelitian empirik kedua, adalah bahwa dalam penelitian ini akan dimunculkan variabel-variabel seperti *firm size*, *debt to assets ratio*, dan *systematic risk* sebagai proksi keberadaan dari perilaku oportunistik manajerial. Beberapa penelitian yang menguji pengaruh profitabilitas terhadap kebijakan dividen dan nilai perusahaan menunjukkan hasil yang positif dan signifikan. Sedangkan penelitian-penelitian yang menguji pengaruh *firm size*, tingkat risiko, dan *debt to assets ratio* terhadap kebijakan dividen serta nilai perusahaan menunjukkan hasil yang simpang siur (*mixed*). Oleh karena itu, pada model penelitian empiris kedua akan diikuti sertakan variabel profitabilitas yang bertindak sebagai variabel intervening dalam hubungan antara variabel-variabel yang menggambarkan perilaku oportunistik manajerial dengan kebijakan dividen perusahaan dan nilai perusahaan. Berbeda dengan penelitian sebelumnya, yang pada umumnya lebih menekankan pada hubungan kausalitas antara variabel-variabel *firm size*, *debt to assets ratio*, tingkat risiko, dan tingkat profitabilitas dengan kebijakan dividen yang ditempuh perusahaan.

Dengan demikian model penelitian empirik kedua yang akan dibangun sebagaimana yang dijelaskan di atas, adalah masih sangat terbatas.

Orisinalitas model penelitian empiris ketiga, adalah bahwa dalam model penelitian empiris ini akan diuji pengaruh dari struktur *corporate governance* terhadap kebijakan dividen, dan pengaruh dari struktur *corporate governance* terhadap nilai perusahaan. Dengan demikian, dalam model empiris ketiga ini, kebijakan dividen akan berperan sebagai variabel intervening dalam hubungan kausalitas antara struktur *corporate governance* dan nilai perusahaan. Berbeda dengan penelitian yang ada sebelumnya, yang pada umumnya lebih menekankan pada hubungan kausalitas antara struktur *corporate governance* dan kebijakan dividen, serta hubungan kausalitas antara struktur *corporate governance* dan nilai perusahaan. Dengan demikian model penelitian empiris ketiga sebagaimana dijelaskan di atas, adalah masih sangat terbatas keberadaannya.

1.7.3 Obyek Penelitian

Penelitian ini dilakukan pada perusahaan-perusahaan manufaktur dengan latar belakang negara berkembang yaitu di Indonesia. Berbeda dengan penelitian sebelumnya, yang pada umumnya penelitian yang berkaitan dengan struktur *corporate governance* dan konflik keagenan, implikasinya terhadap kebijakan dividen dan nilai perusahaan dilakukan dengan latar belakang negara-negara maju dengan obyek penelitian menyangkut beberapa sektor industri, seperti perusahaan manufaktur, perdagangan besar, perdagangan eceran dan utilitas (Baker dan Powell,

1999). Selanjutnya, penelitian ini direncanakan menggunakan data mulai tahun 2000 sampai dengan tahun 2007, dan dengan menggunakan *pooled data*. Dengan demikian obyek penelitian dan data yang digunakan dalam penelitian ini, sebagaimana yang telah dijelaskan, adalah masih terbatas keberadaannya.

1.8 Tujuan Penelitian

1.8.1 Tujuan Umum

Secara umum tujuan yang ingin dicapai dalam penelitian ini adalah mengembangkan pendekatan-pendekatan teoritikal baru, sebagai upaya untuk menyelesaikan kontroversi konseptual mengenai dampak kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan. Adapun upaya yang dilakukan adalah dengan cara mengikutsertakan struktur *corporate governance* dan perilaku oportunistik manajerial dalam perspektif *agency theory* dan *contracting theory*, sehingga dapat dibangun suatu *Grand Theoretical Model* yang diusulkan.

1.8.2 Tujuan Khusus

Berdasarkan pada tujuan umum yang telah diuraikan, maka dapat dirinci tujuan khusus yang ingin dicapai dalam penelitian ini, yaitu sebagai berikut:

1. Untuk mensintesis dan menguji secara empirik pengaruh struktur *corporate governance* terhadap perilaku oportunistik manajerial.
2. Untuk mensintesis dan menguji secara empirik mekanisme pengaruh perilaku oportunistik manajerial terhadap kebijakan dividen perusahaan.

3. Untuk mensintesis dan menguji secara empirik mekanisme pengaruh perilaku oportunistik manajerial terhadap nilai perusahaan.
4. Untuk mensintesis dan menguji secara empirik pengaruh struktur *corporate governance* terhadap kebijakan dividen perusahaan.
5. Untuk mensintesis dan menguji secara empirik pengaruh kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan.
6. Untuk mensintesis dan menguji secara empirik mekanisme pengaruh struktur *corporate governance* terhadap nilai perusahaan.

1.9 Manfaat Penelitian

Hasil penelitian ini diharapkan dapat memberikan berbagai manfaat baik bagi para akademisi sebagai pengembangan ilmu pengetahuan maupun manfaat secara operasional bagi para praktisi.

1.9.1 Manfaat Dalam Pengembangan Ilmu

Hasil penelitian ini diharapkan dapat memberikan kontribusi dalam pengembangan kajian manajemen keuangan khususnya teori tentang bagaimana proses kebijakan dividen itu ditentukan. *agency theory*, *contracting theory*, *corporate governance theory*, teori dividen residual, dan faktor-faktor yang mempengaruhi kebijakan dividen. Semua teori tersebut dalam penelitian ini diprediksi yang akan melatarbelakangi dipilihnya suatu alternatif kebijakan dividen oleh perusahaan.

1.9.2 Manfaat Operasional Bagi Investor

Penelitian ini diharapkan dapat memberikan kontribusi pemikiran kepada para praktisi, seperti investor atau calon investor. Khususnya, hasil penelitian ini

diharapkan dapat berguna sebagai bahan pertimbangan untuk membuat keputusan investasi dan juga sebagai bahan pertimbangan apakah kehadiran para investor selama ini cukup efektif dalam melakukan monitoring terhadap pihak manajemen.

1.9.3 Manfaat Operasional Bagi Pemerintah

Undang-Undang Nomor 8 Tahun 1995 tentang Pasar Modal dan Peraturan Pemerintah Nomor 12 Tahun 2004 tentang perubahan atas Peraturan Pemerintah Nomor 45 Tahun 1995 tentang penyelenggaraan kegiatan di bidang Pasar Modal, menyebutkan bahwa pasar modal memiliki peran strategis dalam pembangunan nasional sebagai salah satu sumber pembiayaan bagi dunia usaha dan wahana investasi bagi masyarakat. Tetapi, beberapa penelitian yang dilakukan, seperti: McKinsey and Co (2002); *Credit Lyonnais Securities Asia* (CLSA, 2002); dan *Indonesian Institute of Corporate Governance* (IICG) mengindikasikan penyebab terjadinya krisis ekonomi pada tahun 1997 adalah buruknya *corporate governance*. Penelitian-penelitian tersebut menyatakan bahwa Indonesia adalah negara yang paling buruk dalam penerapan struktur dan mekanisme *corporate governance*.

Badan Pengawas Pasar Modal dan Lembaga Keuangan (BAPEPAM-LK) berupaya memperbaiki *corporate governance* dengan mengeluarkan peraturan yang berkaitan dengan *code for good corporate governance*, yaitu Keputusan Direksi PT Bursa Efek Jakarta Nomor Kep-315/BEJ/06-2000 yang diperbaharui dengan Keputusan Direksi PT Bursa Efek Jakarta Nomor Kep-339./BEJ/07-2001 butir C mengenai *board governance* yang terdiri dari Komisaris Independen, Komite Audit dan Sekretaris Perusahaan. Sesuai dengan peraturan yang dikeluarkan oleh direksi

Bursa Efek Jakarta, untuk mencapai *good corporate governance*, jumlah komisaris independen sekurang-kurangnya 30% dari seluruh anggota dewan komisaris.

Dengan demikian, agar pasar modal dapat berkembang sebagaimana yang diharapkan, dibutuhkan suatu landasan kuat yang menjamin kepastian hukum bagi para pelakunya, sehingga terhindar dari praktek-praktek yang merugikan. Hasil penelitian ini diharapkan dapat mendukung penyelenggaraan perusahaan yang lebih memadai dan memberikan iklim yang kondusif bagi pelaku pasar modal. Memberikan kontribusi terbentuknya koridor rambu-rambu etika bisnis yang dibutuhkan sebagai landasan hukum yang kokoh bagi perberdayaan perusahaan

publik

dapat

menir

sehing

yang

khusu

1.10

yang s

lebih

lebih

ajerial

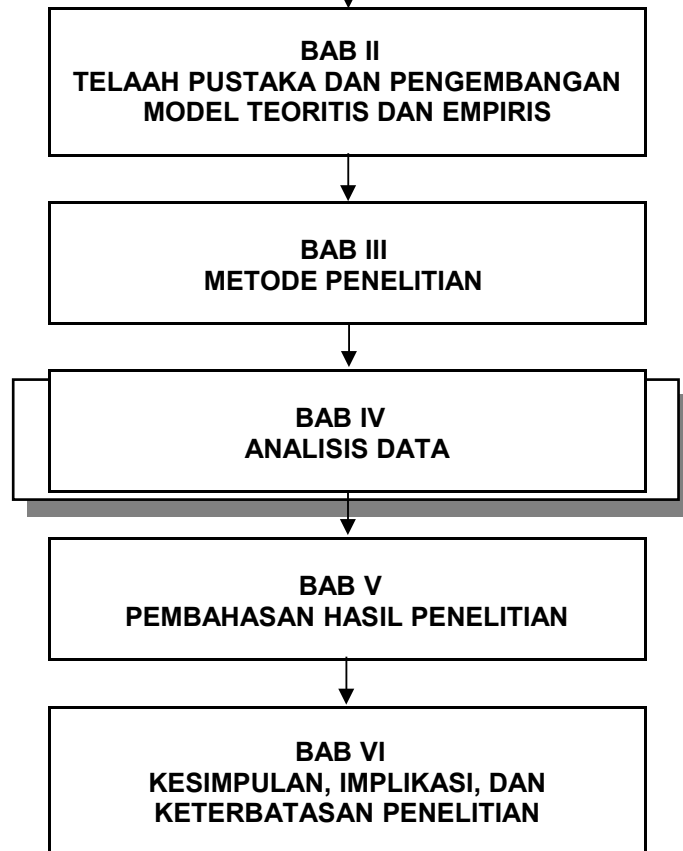
estasi

saham

) bab,

BAB I PENDAHULUAN

Gambar 1. 1:
Lingkup Disertasi



Bab I Pendahuluan: Menjelaskan latar belakang masalah, masalah penelitian, tujuan dan manfaat penelitian dan orisinilitas serta pentingnya penelitian. Pada bagian latar belakang disajikan pertentangan pandangan teoritis (*theory gap*) yang menjelaskan hubungan antara kebijakan dividen dengan nilai perusahaan, beberapa pertentangan hasil penelitian (*research gap*) sebelumnya yang kemudian dikaji sehingga menjadikan alasan untuk dilakukannya penelitian, disamping itu

dalam latar belakang penelitian juga disajikan fenomena bisnis yang dijadikan sebagai alasan untuk menerapkan konsep yang dikembangkan dalam disertasi ini.

Bab II Telaah Pustaka dan Pengembangan Model Teoritis dan Empiris:

Menyajikan teori-teori dan penelitian sebelumnya yang digunakan untuk mengembangkan proposisi-proposisi sebagai landasan untuk membangun Model Teoretikal Dasar yang diajukan. Berdasarkan pada Model Teoretikal Dasar dan model tersebut dirumuskan hipotesis-hipotesis penelitian yang dijadikan dasar untuk membangun Model Penelitian Empiris.

Bab III Metode Penelitian: Menjelaskan tentang metode penelitian yang digunakan seperti desain penelitian, populasi dan sampel, definisi operasional dan pengukuran variabel, teknik pengumpulan data, teknik pengambilan sampel dan metode analisis data.

Bab IV Analisis Data: Digunakan untuk menyajikan dan menjelaskan distribusi sampel penelitian, gambaran umum data penelitian, proses dan hasil pengolahan data, serta kesimpulan terhadap pengujian hipotesis penelitian untuk masing-masing model empiris yang dibangun.

Bab V Pembahasan Hasil Penelitian: Menyajikan pembahasan dan diskusi terhadap temuan-temuan hasil pengujian hipotesis penelitian, serta hasil pengembangan model penelitian.

Bab VI Kesimpulan, Implikasi, Keterbatasan Penelitian dan Agenda Penelitian Mendatang: Menyajikan kesimpulan hipotesis, kesimpulan penelitian dan

atau permasalahan penelitian, implikasi teoritis, implikasi manajerial, keterbatasan penelitian dan agenda penelitian mendatang.

BAB II

TELAAH PUSTAKA DAN PENGEMBANGAN MODEL TEORITIS DAN EMPIRIS

2.1 Pengembangan Model Teoritis

2.1.1 Teori Keagenan

Sejak Adam Smith pada tahun 1776 meletakkan dasar tentang konsep organisasi yang efisien dengan mengenalkan teori *division of labour* yang mengharuskan dilakukannya spesialisasi fungsi agar organisasi perusahaan dapat mencapai tujuan secara lebih efisien, telah memberikan perkembangan pada teori organisasi dan korporasi modern Marshal di tahun 1920 dan Berle dan Means pada tahun 1933. Teori ini menyatakan bahwa dalam suatu organisasi harus terdapat pemisahan yang tegas antara aktivitas pengendalian dengan aktivitas operasional, dalam hal ini harus terdapat pemisahan antara *Board of Directors* sebagai representasi dari pemegang saham yang melakukan fungsi pengendalian atas operasional perusahaan dan *Board of Management*–CEO sebagai pihak yang menjalankan operasional perusahaan.

Adam Smith berpendapat bahwa dengan memaksimalkan kepentingan diri sendiri maka setiap orang akan memberikan manfaat kepada masyarakat. Individu memaksimalkan laba dan kepentingan pribadinya secara otomatis akan membuat alokasi sumber daya sebaik mungkin. Dalam perjalanan perkembangan dan transformasi etika kapitalis ini memunculkan paradigma *agency theory*, bagaimana individu atau kelompok yang terlibat dalam pengelolaan suatu organisasi berperilaku

dalam mencapai sasaran (pemaksimuman nilai) bersinggungan dengan kepentingan yang memunculkan konflik organisasi (Kast and Rosenzweig, 2002).

Berle dan Means (1933) dalam karya penelitiannya yang tidak dipublikasikan secara eksplisit menyatakan tentang pemisahan kepemilikan (*ownership*) dan pengendalian (*control*) perusahaan, sehingga distribusi kepemilikan saham dalam perusahaan menjadi suatu hal yang penting. Ketika pengendalian perusahaan tidak lagi dilakukan oleh pemilik tetapi diserahkan kepada pihak lain untuk mengelola sumber daya perusahaan, maka permasalahan yang muncul adalah potensi konflik dalam hubungan antara pemilik (*principals*) dengan pengelola (*agent*) yang sering disebut dengan masalah keagenan (*agency problem*). Hubungan keagenan digambarkan sebagai hubungan yang timbul karena adanya kontrak yang ditetapkan antara prinsipal yang menggunakan agen untuk memberikan jasanya bagi kepentingan prinsipal (Jensen dan Meckling, 1976).

Jensen dan Mackling (1976) menyatakan bahwa *agency problem* akan terjadi bila proporsi kepemilikan manajer atas saham perusahaan kurang dari 100% sehingga manajer cenderung bertindak untuk kepentingan dirinya dan tidak berdasar pada pemaksimuman nilai perusahaan dalam pengambilan keputusan pendanaan. Manajemen tidak menanggung risiko atas kesalahan pengambilan keputusan, risiko tersebut sepenuhnya ditanggung oleh pemegang saham. Penyebab lain konflik ini adalah bahwa para pemegang saham hanya peduli pada risiko sistematis dari saham perusahaan, karena mereka melakukan investasi pada portofolio yang terdiversifikasi

dengan baik, sedangkan para manajer sebaliknya lebih peduli terhadap risiko perusahaan secara keseluruhan.

Jensen (1986) menjelaskan bahwa konflik kepentingan manajer dengan kepentingan pemegang saham terjadi dengan asumsi pemilik (*shareholders*) dan agen (*manager*) masing-masing menginginkan *return* yang tinggi terhadap proyek-proyek investasi tetapi dengan kepentingan yang berbeda terhadap risiko. Perbedaan terhadap risiko dijelaskan oleh Amihud dan Lev (1981) bahwa *shareholders* lebih berkepentingan terhadap risiko sistematis, sedangkan manajer lebih berkepentingan terhadap risiko tidak sistematis. Pawlina dan Renneboog (2005) menjelaskan bahwa konflik ini terjadi dalam perusahaan dengan *free cash flows* yang besar karena manajer akan melakukan investasi atas kelebihan kas yang diperoleh dari sumber dana internal ini untuk mengoptimalkan keuntungan pribadinya dengan tidak melakukan pembayaran dividen tunai kepada pemegang saham.

Pawlina dan Renneboog (2005) menjelaskan bahwa masalah keagenan terjadi karena adanya informasi asimetris antara pemegang saham dan manajer, yaitu ketika salah satu pihak memiliki informasi yang tidak dimiliki oleh pihak lainnya. Informasi asimetris terdiri dari dua tipe yakni *adverse selection* dan *moral hazard*. Pada tipe *adverse selection* pihak yang merasa memiliki informasi lebih sedikit dibandingkan pihak lain tidak akan mau melakukan perjanjian. Berbagai cara dapat dilakukan oleh manajer untuk memiliki informasi lebih dibandingkan investor, misalkan dengan menyembunyikan, memanipulasi informasi yang diberikan kepada investor. Akibatnya investor tidak yakin terhadap kualitas perusahaan dan tidak mau membeli

saham perusahaan, atau membeli saham perusahaan dengan harga yang sangat rendah. Kondisi ini membuat pasar modal tidak berfungsi sebagaimana mestinya. *Moral hazard* terjadi kapanpun manajer melakukan tindakan tanpa sepengetahuan pemilik demi keuntungan pribadinya dan menurunkan kesejahteraan pemilik. Pada perusahaan korporasi yang relatif besar dengan terpisahnya kepemilikan dan pengendalian manajemen maka sulit bagi pemegang saham untuk melihat sejauh mana kinerja manajemen dalam mengoptimalkan penggunaan sumberdaya yang dipercayakan kepadanya (Darrrough dan Stoughton, 1986).

Pada perusahaan modern, di mana kepemilikannya tersebar dan pengelolaannya dapat dikatakan terpisah, maka kebutuhan modal tidak hanya dipasok oleh pemilik atau pemegang saham (*shareholders*) tetapi dimungkinkan untuk menggunakan dana dari sumber lain yaitu pemberian pinjaman (*debtholders*), dalam hal ini masalah keagenan dapat menjadi lebih luas lagi. Watts dan Zimmerman (1990) secara implisit mengakui tiga bentuk hubungan keagenan, yaitu antara pemilik dengan manajemen, antara kreditor dengan manajemen, dan antara pemerintah dengan manajemen. Sehingga *principal* atau yang dimaksud dengan pemilik perusahaan, adalah bisa para pemegang saham, kreditur, maupun pemerintah.

Agency theory mengidentifikasikan adanya potensi konflik kepentingan antara berbagai pihak yang berkepentingan di dalam perusahaan. Konflik tersebut disebabkan perbedaan tujuan masing-masing pihak berdasarkan posisi dan kepentingannya terhadap perusahaan (Jensen dan Warner, 1988). Konflik seperti ini dikenal sebagai masalah keagenan (*agency problem*) yang sebenarnya muncul ketika

principal kesulitan untuk memastikan bahwa agen bertindak yang terbaik untuk kepentingan (memaksimumkan kesejahteraan) *principal*. Upaya untuk mengatasi permasalahan keagenan ini akan menimbulkan konsekuensi biaya yang disebut biaya keagenan (*agency cost*) yang akan ditanggung baik oleh prinsipal maupun agen. Jensen dan Meckling (1976) membagi biaya keagenan menjadi tiga kelompok, yaitu *monitoring cost*, *bonding cost* dan *residual cost*. *Monitoring cost* adalah biaya yang timbul dan ditanggung oleh *principal* untuk memonitoring perilaku agen. *Bonding cost* merupakan biaya yang ditanggung oleh agen untuk menetapkan dan mematuhi mekanisme yang menjamin bahwa agen akan bertindak untuk kepentingan *principal*. Sedangkan *residual cost* timbul dari kenyataan bahwa tindakan agen kadangkala berbeda dari tindakan yang memaksimumkan kepentingan *principal*.

Pengendalian atas masalah keagenan di dalam proses pengambilan keputusan adalah penting bilamana manajer pada saat melakukan dan melaksanakan suatu keputusan penting tersebut bukan merupakan pemegang klaim residual yang utama dan selanjutnya tidak menjadi bagian lain yang utama atas efek kesejahteraan dari keputusan mereka. Jensen dan Meckling (1976) menyatakan bahwa hal ini merupakan konsekuensi dari pemisahan fungsi pengelolaan dengan fungsi kepemilikan. Untuk mengatasi masalah keagenan ini dan untuk mengurangi *agency cost* yang muncul, diperlukan suatu mekanisme control dan penyelarasan kepentingan antara manajer, *stockholders*, dan *stakeholders*.

2.1.2 Teori Dividen Residual

Teori dividen residual menyatakan bahwa ketika perusahaan akan memutuskan berapa banyak uang kas yang harus dibagikan kepada pemegang saham, ada dua hal yang harus tetap diingat, yaitu: (1) tujuan utamanya adalah untuk memaksimalkan nilai pemegang saham, dan (2) arus kas yang dihasilkan perusahaan merupakan milik pemegang saham (Brigham dan Houston, 2001). Manajemen harus menahan diri dengan upaya menahan laba kecuali jika laba itu dapat diinvestasikan kembali guna menghasilkan pengembalian yang lebih tinggi yang juga ikut dirasakan oleh pemegang saham daripada yang diperoleh pemegang saham jika mereka menginvestasikan uang itu dalam investasi yang berisiko sama. Dengan demikian, ekuitas internal, laba ditahan, lebih rendah biaya modalnya daripada ekuitas eksternal, saham biasa baru. Kondisi ini mendorong perusahaan untuk menahan laba karena menambah dasar ekuitas internal dan dengan demikian mengurangi kemungkinan bahwa perusahaan harus menambah ekuitas eksternal di masa mendatang untuk mendanai investasinya.

Adanya biaya penerbitan saham baru menonjolkan perbedaan antara modal internal dan eksternal. Tanpa biaya penerbitan, perusahaan tidak akan bersusah payah menentukan berapa besarnya dividen dan berapa besarnya laba ditahan, demikian pula berapa besarnya pendanaan eksternal. Dengan adanya biaya penerbitan itu, perusahaan jelas akan mengutamakan pendanaan internal. Konsekuensinya, perusahaan akan melakukan pembayaran dividen setelah dana-dana kebutuhan investasi terpenuhi; dengan kata lain, hanya jika ada “pendapatan tersisa” atau

pendapatan residual, maka dividen akan dibayarkan. Inilah inti dari teori dividen residual atau *residual dividend theory* (Martin et al., 1994).

Lebih ditegaskan lagi, bahwa apabila fakta biaya-biaya penerbitan sekuritas diperhitungkan, maka kebijakan dividen perusahaan memiliki karakteristik sebagai berikut: (1) mempertahankan rasio hutang optimum dalam pendanaan investasi mendatang; (2) menerima suatu investasi hanya jika NPV (*Net Present Value*) nya positif; (3) mendahulukan pendanaan internal, kalau ternyata tidak mencukupi, barulah perusahaan akan menerbitkan saham tambahan; dan (4) apabila setelah kebutuhan dana investasi terpenuhi masih ada sisa, maka perusahaan akan membayar dividen. Sedangkan apabila tidak ada dana yang tersisa, maka dividen tidak dibayarkan (Martin et al., 1994).

Dengan demikian, konsekuensi dari apa yang telah diuraikan di atas adalah bahwa, rasio pembayaran dividen yang optimal merupakan fungsi dari empat faktor, yaitu: (1) pilihan investor atas dividen lawan keuntungan modal, (2) peluang investasi perusahaan, (3) struktur modal yang ditargetkan, dan (4) ketersediaan dan biaya dari modal eksternal. Ketiga elemen terakhir digabungkan ke dalam model dividen residual (*residual dividend model*). Menurut teori ini, kebijakan dividen memiliki pengaruh yang pasif, jadi tidak bisa mempengaruhi secara langsung harga saham umum di bursa (Brigham dan Houston, 2001).

Teori dividen residual di atas mempunyai kesesuaian dengan *pecking order theory* yang menegaskan bahwa pendanaan didasarkan pada suatu preferensi sumber dana dengan urutan pendanaan yang memiliki risiko terkecil (Myers dan Majluf,

1984). Selanjutnya, Brealey et al. (1995) menjelaskan bahwa perusahaan akan memilih sumber dana berdasarkan preferensi biaya yang harus dikeluarkan atas sumber dana tersebut. Dalam hal ini, perusahaan mempunyai pilihan untuk memenuhi modalnya lebih dulu dari sumber internal, kemudian memenuhi kekurangannya dari sumber eksternal. Berdasarkan *pecking order theory*, maka: (1) perusahaan akan memilih sumber pendanaan internal, karena dana tersebut akan diperoleh tanpa mengakibatkan sinyal negatif yang bisa menurunkan harga saham. (2) apabila dibutuhkan sumber pendanaan eksternal, perusahaan pertama-tama akan menerbitkan pinjaman (*debt*), sedangkan penerbitan ekuitas akan dilakukan sebagai langkah terakhir. Hal ini karena penerbitan pinjaman lebih kecil kemungkinannya dipandang sebagai sinyal buruk oleh para investor.

2.1.3 Information, or Signaling, Content Hypothesis

Dalam pasar yang sempurna dimana informasi sangat mudah diperoleh, nilai perusahaan sepenuhnya ditentukan oleh keputusan investasi dan pendanaannya, Dengan demikian menurut *dividend irrelevant theory*, kebijakan dividen tidak memberikan pengaruh apapun terhadap harga saham (Miller dan Modigliani, 1961). Tetapi pada kenyataannya fakta-fakta empiris membuktikan bahwa perubahan mendadak secara besar-besaran atas pembayaran dividen bisa menimbulkan dampak yang signifikan terhadap harga saham. Bagaimana mungkin dapat disimpulkan bahwa kebijakan dividen tidak mempunyai arti sama sekali, sementara begitu banyak peristiwa dan contoh yang mengungkapkan bahwasannya perubahan dividen (khususnya penurunan dividen) mengakibatkan kemerosotan dari harga saham.

Para pengamat berpendapat bahwa pihak manajemen sering memiliki informasi berharga dari perusahaan yang tidak diperoleh para investor. Ketimpangan akses informasi inilah yang disebut sebagai asimetris informasi, dan yang sering menurunkan harga saham. Salah satu pedoman yang sering dipakai para investor untuk “menyadap” informasi itu adalah fluktuasi dividen. Kenaikkan dividen sering ditafsirkan sebagai bukti peningkatan laba perusahaan, dan sebaliknya. Masuk akal atau tidak, indikator dividen itu dipakai oleh para investor, karena informasi mereka memang terbatas, di sinilah efek informasi itu berlangsung (Martin, et al., 1994).

Literatur-literatur keuangan telah menawarkan berbagai penjelasan untuk menjawab mengapa perusahaan membayar dividen. Salah satu penjelasan mengapa perusahaan membayar dividen itu adalah teori pemberian isyarat dividen (*dividend signaling theory*) sebagai suatu penjelasan yang mendominasi dan telah menghasilkan suatu jumlah yang besar atas pekerjaan empiris di lapangan dalam bidang *dividends*. Menurut model pemberian isyarat dividen (*dividend signaling model*), para manajer mengetahui lebih banyak tentang perusahaan yang sebenarnya dibanding pemodal-pemodalnya, dan dividen digunakan untuk menyampaikan informasi yang tidak dikenal oleh pasar (Li dan Zhao, 2007).

Ross (1977) mengungkapkan bahwa terdapat tiga syarat yang perlu diperhatikan dalam mengoptimalkan kebijakan dividen sebagai suatu pemberi isyarat, yaitu : 1) manajemen harus selalu memiliki insentif yang sesuai untuk mengirimkan *signal* yang jujur, meskipun beritanya buruk; 2) *signal* dari perusahaan yang sukses tidak mudah diikuti oleh pesaingnya yaitu perusahaan yang tidak atau kurang sukses;

3) *signal* itu harus memiliki hubungan yang cukup berarti dengan kejadian yang diamati (misalnya pembagian dividen yang tinggi pada masa sekarang akan dihubungkan dengan arus kas yang tinggi pula dimasa mendatang).

Lebih ditegaskan lagi oleh Bhattacharya (1979), John dan Williams (1985), dan Miller dan Rock (1985) yang mengemukakan bahwa perusahaan membayar dividen untuk menginformasikan isyarat (*signal*) yang baik kepada pasar modal. Dividen dapat digunakan sebagai suatu isyarat (*signal*) yang terpercaya karena hal itu sulit bagi perusahaan yang berkualitas rendah untuk meniru strategi yang sama. Satu peningkatan (pengurangan) dalam dividen dirasa sebagai suatu isyarat positif (negatif) mengenai perusahaan. Sejak saat itu telah banyak studi empiris yang dilakukan untuk menguji validitas dari hipotesis pemberian isyarat ini.

Suatu implikasi yang dapat diuji dari model-model pemberian isyarat adalah bahwa perubahan dividen dan perubahan *earnings* bergerak ke arah yang sama. Walaupun demikian, penting untuk dicatat bahwa hubungan antara perubahan dividen dan perubahan pendapatan masa depan (*future earnings*) adalah suatu yang penting, tetapi tidak cukup, untuk mengkondisikan dividen sebagai pemberian isyarat (Allen dan Michaely, 2003). Sebenarnya, Grullon, Michaely, dan Swaminathan (2002), dan Koch dan Sun (2004) berpendapat bahwa dividen adalah lebih digunakan untuk *signal maturity* dan suatu pengurangan dalam risiko dibandingkan dengan suatu peningkatan dalam pendapatan masa depan (*future earnings*). Lebih lanjut, menurut survei yang telah dilakukan Brav, Graham, Harvey, dan Michaely (2005) para eksekutif sungguh percaya bahwa dividen menyampaikan informasi, meski mereka

tidak bisa mengajak berpikir apa yang sebenarnya isi informasi yang tepat. Maka, setelah tiga dekade melakukan pengujian terhadap model pemberian isyarat, hasilnya adalah tetap tidak ada konsensus seperti apakah pemberian isyarat itu berperanan dalam kebijakan-kebijakan dividen perusahaan.

Nissim dan Ziv (2001) melaporkan bukti yang mengarah kepada membenaran teori pemberian isyarat, tetapi Benartzi, Michaeli, dan Thaler (1997), Grullon, Michaeli, dan Swaminathan (2002), dan Grullon, Michaeli, Benartzi, dan Thaler (2005) menemukan tanpa bukti yang memadai. Dengan demikian, hasil-hasil yang bersifat empiris adalah tidak meyakinkan atas pertimbangan apakah pemberian isyarat memainkan satu peran yang penting di dalam kebijakan dividen perusahaan.

2.1.4 Dividen sebagai Pengurang Konflik Keagenan

Teori keagenan menyatakan bahwa *agency problem* dapat diatasi dengan melakukan beberapa mekanisme kontrol yaitu, sebagai berikut: **Pertama**, meningkatkan *insider ownership* (Crutchley dan Hansen, 1989; Jensen, Solberg dan Zorn 1992). Jensen dan Mackling (1976), Mao (2003), Pawlina dan Renneboog (2005), dan Chen et al. (2006) mengungkapkan bahwa untuk mengurangi *agency problem* dapat dilakukan dengan membatasi kegiatan *agent* melalui pemberian insentif yang tepat, seperti peningkatan kepemilikan saham perusahaan oleh manajemen. Kepemilikan ini akan mensejajarkan kepentingan manajemen dengan pemegang saham (Jensen dan Meckling, 1976). **Kedua**, peningkatan pendanaan dengan hutang bisa digunakan untuk mengurangi atau mengontrol konflik keagenan. Jensen (1986) berpendapat bahwa dengan hutang maka perusahaan mempunyai

kewajiban untuk mengembalikan pinjaman dan membayar beban bunga secara periodik. Kondisi ini menyebabkan manajer bekerja keras untuk meningkatkan laba sehingga dapat memenuhi kewajiban dari penggunaan hutang tersebut. **Ketiga**, meningkatkan monitoring melalui *institutional ownership*. Shleifer dan Vishny (1986), dan Coffee (1991) menyatakan bahwa kepemilikan institusional sangat berperan dalam melakukan monitoring terhadap perilaku manajer khususnya dalam meningkatkan nilai *takeover* dan dapat memaksa manajemen untuk lebih berhati-hati dalam mengambil keputusan yang bersifat oportunistik. **Keempat**, meningkatkan *dividend payout ratio*, yang akan mengakibatkan tidak tersedia cukup banyak *free cash flow* dan manajemen terpaksa mencari pendanaan dari luar untuk membiayai investasinya (Crutchley dan Hansen, 1989).

Pandangan yang populer lainnya mengenai relevansi dividen, yang dilanjutkan oleh Jensen dan Meckling (1976) kemudian diperluas oleh Rozeff (1982) dan Easterbrook (1984) dalam Baker dan Powell (1993) adalah teori keagenan. Teori keagenan mengatakan bahwa mekanisme dividen menyediakan insentif bagi manajer untuk menurunkan biaya yang berkaitan dengan hubungan *principal-agent*. Membayar dividen yang lebih besar menurunkan arus kas internal yang berkaitan dengan kebijakan manajemen dan memaksa perusahaan untuk mencari lebih banyak pendanaan eksternal. Jadi, pembayaran dividen dapat digunakan sebagai alat monitor dan mempertanggungjawabkan kinerja manajemen.

Beberapa studi empiris mendukung penjelasan keagenan untuk dividen. Sebagai contoh, Rozeff (1982) dalam Baker dan Powell (1999) menemukan

dukungan terhadap peranan dividen untuk memecahkan kembali biaya keagenan di perusahaan yang dikendalikan oleh manajer secara minoritas. Analisis ini menunjukkan hubungan negatif antara pembayaran dividen dan persentase *insiders*. Dengan persentase pihak luar yang lebih rendah yang ada, lebih sedikit kebutuhan untuk membayar dividen dalam menurunkan biaya keagenan. Crutchley dan Hansen (1989) dan Moh'd, Perry dan Rimbey (1995) dalam Baker dan Powell (1999) menyimpulkan bahwa manajer membuat kesenjangan kebijakan keuangan seperti membayar dividen untuk mengawasi biaya keagenan.

Rozeff (1982) mengemukakan bahwa pembayaran dividen adalah salah satu cara untuk mengurangi *agency cost of equity* karena konflik antara manajemen dan pemegang saham akan berkurang. Dengan pembayaran dividen menunjukkan bahwa manajemen mengelola perusahaan dengan baik dan dapat menjadi *signal* yang positif bagi para pemegang saham untuk reinvestasi dalam perusahaan. Rozeff (1982) dan Easterbrook (1984) menjelaskan bahwa pembayaran dividen akan mengurangi sumber-sumber dana yang dikendalikan oleh manajer, sehingga mengurangi kekuasaan manajer dan membuat pembayaran dividen mirip dengan *monitoring capital market* yang terjadi jika perusahaan memperoleh modal baru dari pihak eksternal, sehingga mengurangi biaya keagenan. Riding (1994) mengemukakan bahwa pembayaran dividen menunjukkan transfer kekayaan dari *debtholders* ke *shareholders*. Jensen (1986) menyatakan bahwa manajer dan pemegang saham selalu berbeda kepentingan yang dikenal dengan konflik keagenan. Lebih lanjut, Jensen menyatakan bahwa salah satu masalah antara manajer dan pemegang saham yaitu

pemegang saham lebih menyukai pembayaran dividen daripada diinvestasikan lagi sementara sebaliknya bagi manajer.

Packing order theory menyatakan bahwa perusahaan lebih menyukai menggunakan dana yang bersumber dari internal perusahaan (Myers, 1984). Dengan adanya dana dari internal membuat perusahaan tidak memiliki beban untuk membayar dividen pada akhir periode. Menurut Myers dan Majluf (1984) bahwa penurunan pembayaran dividen akan menyebabkan perusahaan memiliki sumber dana internal untuk investasi. Namun demikian, ketika manajemen dilibatkan dalam bentuk kepemilikan *insider*, maka kepentingan pemegang saham lebih sesuai dengan kepentingan manajer. Kesesuaian kepentingan ini terjadi karena manajer juga akan memperoleh kembali atas kepemilikannya dalam bentuk dividen sehingga konflik dalam perusahaan dapat dikurangi.

Pembayaran dividen juga merupakan bagian dari monitoring perusahaan (Crutchley et al., 1999). Artinya ketika terjadi peningkatan pembayaran dividen, maka hal ini menunjukkan bahwa perusahaan dikelola dengan baik oleh manajer. Tetapi sebaliknya ketika pembayaran dividen tidak mengalami peningkatan maka hal ini menunjukkan manajer tidak mengelola perusahaan dengan baik.

Gomes (1996), Fluck (1998), Myers dan Majluf (1984) mengakui bahwa kebijakan-kebijakan dividen menunjukkan permasalahan keagenan antara orang dalam perusahaan dan para pemegang saham. Grossman dan Hart (1980) menunjukkan bahwa *dividend payouts* mengurangi konflik-konflik keagenan dengan mengurangi jumlah dari *free cash flow* yang tersedia untuk para manajer, yang mana

sering digunakan untuk aktivitas yang tidak dalam minat terbaik dari pemegang saham. Sejalan dengan itu, Jensen (1986) berpendapat bahwa suatu perusahaan dengan *free cash flows* yang substansiil cenderung untuk mengadopsi proyek-proyek investasi dengan nilai sekarang netto yang negatif. Jika para manajer meningkatkan jumlah dari dividen, semua selain itu dianggap sama, itu mengurangi jumlah dari *free cash flows*, dengan demikian mengurangi masalah *free cash flow*.

Dengan demikian, *dividend payouts* mungkin membantu mengendalikan permasalahan keagenan dengan cara menghilangkan kelebihan uang tunai (*free cash flow*) yang ada ditangan para manajer, karena apabila tidak dikurangi atau dihilangkan bisa mengakibatkan diinvestasikannya pada proyek-proyek yang tidak menguntungkan. Lebih lanjut, Easterbrook (1984) berpendapat bahwa pembayaran dividen akan membantu mengurangi konflik-konflik keagenan dengan mengkondisikan perusahaan untuk lebih sering dipantau oleh pasar modal, karena meningkatkan pembayaran dividen maka kemungkinan diterbitkannya saham biasa yang baru harus menjadi lebih sering. Kondisi ini, pada gilirannya akan mengarahkan pada suatu penyelidikan atas manajemen oleh investor institusional khususnya perbankan, komisi sekuritas dan dan para pemasok modal. Pentingnya pemantauan oleh institusi perbankan sebagai investor sudah dikenal pada literatur-literatur keuangan, dan mekanisme pengawasan ini menyebabkan manajer bertindak sesuai dengan kepentingan pemegang saham melalui pengurangi biaya-biaya keagenan (Smith, 1986; Jain dan Kini, 1994).

2.1.5 Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Kebijakan Dividen

Para peneliti telah mengajukan banyak teori yang berbeda tentang faktor-faktor yang mempengaruhi kebijakan dividen perusahaan. Beberapa teori itu meliputi pajak, biaya keagenan, informasi asimetris (*signaling*) dan penjelasan-penjelasan perilaku. Sementara itu, para peneliti lainnya mempunyai usulan model pengembangan dan pengujian empiris yang berbeda untuk dapat menjelaskan tentang perilaku dividen (Baker et al., 2001).

Lintner (1956) melakukan suatu studi klasik tentang bagaimana para manajer U.S. membuat keputusan dividen. Lintner adalah orang yang pertama menjawab pertanyaan tentang bagaimana persepsi para manajer perusahaan mengenai dividen dan kebijakan dividen. Setelah mengidentifikasi 15 variabel yang berkenaan dengan keputusan dividen. Lintner mengadakan wawancara intensif dengan para manajer untuk mengetahui tanggapan mereka tentang keputusan dividen dari 28 perusahaan yang mapan dalam industrinya. Hasil studi Lintner (1956) menyatakan bahwa faktor-faktor yang mempengaruhi kebijakan dividen adalah tingkat pendapatan baik untuk periode yang bersangkutan maupun harapan tingkat pendapatan untuk periode-periode yang akan datang, dan pola pembayaran dividen sebelumnya. Selanjutnya, studi Lintner (1956) dapat dirangkum menjadi tiga temuan sebagai berikut: Pertama, perusahaan-perusahaan mempunyai target dividen *payout ratio* untuk jangka panjang. Ditemukan bahwa *dividend payout ratio* adalah tinggi pada kasus perusahaan-perusahaan dengan *earnings* yang stabil dan rendah pada kasus perusahaan-perusahaan yang tumbuh. Kedua, perubahan dividen mengikuti pergeseran dalam

keberlanjutan *earnings* jangka panjang. Perusahaan cenderung untuk membuat penyesuaian secara periodik dan parsial dalam mengarahkan pencapaiannya pada target *payout ratio*, daripada membuat perubahan yang dramatik dalam pembayaran dividen tunai. Para manajer lebih memperhatikan perubahan-perubahan dividen dari pada tingkat yang absolut. Ketiga, para manajer tidak bermaksud untuk melakukan perubahan dalam kebijakan dividen, atau manajemen perusahaan biasanya menunjukkan suatu keengganan atau hambatan yang kuat untuk mengurangi pembayaran dividen mereka.

Brittain (1964) dan Fama dan Babiak (1968) mengevaluasi kembali model Litner, dan hasil-hasil mereka mendukung pandangan Litner (1956) bahwa para manajer lebih menyukai suatu pembayaran dividen yang stabil dan enggan untuk menaikkan dividen pada suatu tingkat dimana perusahaan tidak mampu untuk menopangnya. Fama dan Babiak (1968) menemukan bukti bahwa perubahan dalam *dividend per share* suatu perusahaan pada umumnya adalah suatu fungsi dari target *dividend payout ratio* perusahaan, laba periode berjalan dan laba yang lalu, dan dividen periode sebelumnya. Mereka menyimpulkan bahwa model yang menjadi dasar bagi Litner (1956) bekerja adalah relatif baik untuk alternatif pengspesifikasian. Baker, Farrelly dan Edelman (1985) dan Farrelly, Baker dan Edelman (1986) melakukan survei terhadap 318 perusahaan NYSE yang mempunyai apa yang mereka gambarkan sebagai kebijakan dividen yang normal. Berdasarkan pada hasil analisis Baker et al. (1986) terhadap tanggapan dari perusahaan-perusahaan manufaktur, pedagang besar dan atau pedagang kecil, serta perusahaan jasa, Baker et al. (1986)

menyimpulkan bahwa penentu utama dari pembayaran dividen adalah antisipasi tingkat laba untuk masa yang akan datang dan pola dari deviden yang lalu. Faktor-faktor ini adalah konsisten dengan apa yang diidentifikasi oleh Litner (1956). Hasil penelitian Baker et al. (1986) juga menyatakan bahwa para manajer percaya bahwa kebijakan dividen mempengaruhi nilai saham dan bahwa para manajer adalah mempunyai perhatian yang tinggi terhadap kontinuitas dividen. Sebagai tambahan, dapat dikemukakan bahwa temuan Baker et al. (1986) mengungkapkan para manajer dari perusahaan jasa mempunyai keputusan dividen yang agak sedikit berbeda dengan perusahaan manufaktur dan pedagang besar dan atau pedagang eceran.

Beberapa studi telah dilakukan untuk mengidentifikasi faktor-faktor yang dipertimbangkan para manajer dalam menentukan kebijakan dividennya seperti: DeAngelo, DeAngelo dan Skinner (1996); Benartzi, Michaely, dan Thaler (1997) dan yang lainnya, semua mendukung kesimpulan dari Litner (1956). Studi Baker, Varelly dan Edelman (1985); Farelly, Baker, dan Edelman (1986); Baker and Farrelly (1988), Pruitt dan Gitman (1991), Lazo (1999); Mohanty (1999), Baker dan Powell (2000); dan Baker et al. (2001) juga mendukung kesimpulan dari Litner ini. Bond dan Maugoue (1991) dan Benartzi et al. (1997) menguji secara kritis kemampuan penerapan dari model matematika Litner (1956) untuk menggambarkan proses keputusan dividen. Bond and Mongone (1991) mengadakan *test* secara empiris untuk mengetahui pencapaian target tingkat *dividend payout* dan kecepatan penyesuaiannya dari model perilaku dividennya Litner (1956). Bond and Mongone (1991) dengan teliti menggolongkan kebijakan dividen perusahaan, dan menyimpulkan bahwa model

penyesuaian parsial dividen tidak menggambarkan kebijakan dividen yang unik dari perusahaan-perusahaan secara individual.

Frankfurter dan Wood (1997) berpendapat bahwa kebijakan dividen adalah lebih dari sekedar suatu model perilaku, dan berdasarkan observasi yang telah dilakukan mereka menyatakan bahwa pola pembayaran dividen perusahaan adalah sebuah fenomena *cultural*. Selanjutnya Frankfurter and Wood (1997) menyimpulkan bahwa kebijakan dividen tidak dapat dibuat model secara matematik dan diseragamkan untuk semua perusahaan pada seluruh waktu. Jadi Frankfurter dan Wood (1997) menasehati para peneliti untuk mempelajari kebijakan dividen secara lebih berhati-hati sebagai suatu fenomena *cultural* dari pada upaya untuk menghasilkan dalam bangunan model matematika. Malahan dari model-model bangunan atau pengembangan teori tentang kebijakan dividen, beberapa peneliti mempunyai usaha untuk studi ini, yaitu fenomena budaya (*cultural phenomenon*), dengan cara melakukan survei kepada para manajer perusahaan. Beberapa studi berusaha untuk mengidentifikasikan faktor-faktor yang dipertimbangkan para manajer keuangan untuk menjadi faktor yang paling penting dalam menentukan kebijakan dividen perusahaan mereka.

Studi yang dilakukan oleh Baker dan Farrelly (1988) melaporkan hasil-hasil yang sama untuk apa yang mereka sebut pencapaian dividen (perusahaan-perusahaan mempunyai catatan yang tak putus-putus untuk menaikkan dividen yang berturut-turut pada 10 tahun terakhir). Farrelly dan Baker (1989) mengadakan suatu survei terhadap investor-investor institusional untuk mempelajari apa yang menjadi pertimbangan

penting suatu perusahaan dalam kebijakan dividen. Temuan-temuan mereka memperlihatkan bahwa para investor berpengalaman percaya kebijakan dividen mempengaruhi harga saham dan dividen yang konsisten adalah sangat penting, hasil-hasil ini adalah juga konsisten dengan Litner (1956). Pruitt and Gitman (1991) yang mewawancarai para manajer keuangan dari 1000 perusahaan besar di U.S. untuk menggambarkan saling keterkaitan diantara investasi, pendanaan dan keputusan dividen dalam perusahaan-perusahaan mereka. Hasil investigasi memberikan kesan bahwa faktor-faktor penting yang mempengaruhi atas jumlah pembayaran dividen adalah: *profit* tahun berjalan dan sebelumnya, variasi laba dari tahun ke tahun, tingkat pertumbuhan dari laba, dan dividen tahun sebelumnya.

Baker dan Powell (2000) melakukan penelitian dengan tujuan utama untuk melakukan investigasi terhadap pandangan-pandangan para manajer dari perusahaan-perusahaan besar di U.S. mengenai faktor-faktor yang mempengaruhi kebijakan dividen. Sampel yang digunakan adalah 198 tanggapan dari *mail survey* yang dikirim pada pertengahan tahun 1997 kepada CFOs dari perusahaan-perusahaan yang membayar *cash dividends* yang tercatat di NYSE. Hasil penelitian dari Baker dan Powell (2000) ini dapat dirangkum sebagai berikut: **Pertama**, hasil-hasil menunjukkan bahwa sebagian besar penentu-penentu penting dari kebijakan dividen dari suatu perusahaan adalah tingkat dari *earnings* saat ini dan harapan *earnings* untuk masa mendatang serta pola atau kontinuitas dari *dividends* sebelumnya. Faktor-faktor ini adalah sama dengan apa yang telah diidentifikasi oleh Lintner (1956) dalam model perilakunya tentang *dividends* lebih dari empat dekade yang lalu. **Kedua**,

faktor-faktor yang sangat penting yang mempengaruhi kebijakan dividen dalam *survey dividend* tahun 1983 mempunyai kesamaan yang tinggi dengan yang ada dalam survey saat ini. Temuan ini menyarankan bahwa penentu-penentu kunci dari kebijakan dividen mengalami *remained remarkably* yang stabil sepanjang waktu. Terakhir, tipe industri muncul untuk berpengaruh penting sebagai penentu-penentu dari kebijakan dividen. Hasil-hasil Baker dan Powell menegaskan bahwa betapa pentingnya bagi para manajer untuk memelihara kontinuitas dari *dividends*. Tanggapan sebagian besar dari para manajer yang disurvei dengan sangat jelas mereka percaya bahwa kebijakan dividen dapat mempengaruhi harga saham. Implikasi lain dari temuan-temuan ini adalah bahwa para manajer memperhatikan mengenai perubahan dividen yang mungkin menyediakan isyarat bagi para investor.

Studi Baker et al. (2001) mempunyai tujuan : (1) untuk mengidentifikasi faktor-faktor yang terpenting yang digunakan oleh perusahaan-perusahaan U.S. dalam membuat keputusan kebijakan dividen; (2) untuk menentukan apakah faktor-faktor yang mempengaruhi kebijakan dividen berbeda berdasarkan tipe industri; (3) untuk mengumpulkan dan melaporkan informasi tentang bagaimana para manajer menjalankan kebijakan dividen, dan apakah perusahaan-perusahaan mempunyai suatu *target payout ratio* secara eksplisit. Studi Baker et al. dilakukan terhadap 188 *top financial officer* dari perusahaan-perusahaan yang sahamnya diperdagangkan di Nasdaq dan perusahaan tersebut harus membayar dividen setiap kuartal selama tahun 1996 dan 1997. Hasil studi Baker et al. adalah sebagai berikut: **Pertama**, faktor penentu yang paling penting dari keputusan dividen adalah pola dari *dividends* masa

yang lalu, stabilitas dari *earnings*, dan tingkat *earnings* untuk saat ini dan harapan *earnings* untuk masa mendatang. Secara umum, faktor-faktor yang sangat penting untuk perusahaan-perusahaan yang tercatat di Nasdaq adalah juga sangat penting untuk perusahaan-perusahaan yang tercatat di NYSE, sebagaimana yang dilaporkan dalam survei-survei sebelumnya. Hasil studi Baker et al. juga menyatakan bahwa banyak manajer masih membuat keputusan-keputusan dividen yang konsisten dengan hasil-hasil survei dan model Lintner (1956). **Kedua**, hasil studi ini tidak mengimplikasikan bahwa faktor-faktor yang mempengaruhi keputusan-keputusan dividen adalah sama untuk seluruh perusahaan. Kenyataannya, Baker et al. mengidentifikasi secara signifikan bahwa terdapat perbedaan antara manajer dari perusahaan keuangan dengan manajer dari perusahaan non-keuangan untuk sembilan dari 22 faktor yang dianalisis. Tiga faktor, yaitu stabilitas *earnings*, tingkat *earnings* saat ini dan *earnings* yang diharapkan masa mendatang, antara lain adalah merupakan faktor-faktor yang sangat penting yang mempengaruhi keputusan kebijakan dividen. Berbagai *market frictions* atau pasar tidak sempurna mungkin mempengaruhi perusahaan-perusahaan dalam cara-cara yang berbeda, tidak ada sekumpulan dari faktor-faktor yang secara *universal* yang mungkin untuk dapat diterapkan bagi seluruh perusahaan. Kebijakan dividen optimal itu adalah mungkin bersifat unik untuk beberapa perusahaan. Meskipun demikian, studi Baker et al., ketika dipasangkan dengan studi-studi empiris lain dan model-model matematika, dengan kuat menyarankan bahwa faktor-faktor tertentu muncul seperti menjadi penting secara konsisten sepanjang waktu.

Studi Dickens et al. (2002) bertujuan untuk mengidentifikasi faktor-faktor yang dapat menjelaskan kebijakan dividen pada perusahaan perbankan dengan mengikuti model dari Barclay, Smith, dan Watts (1995). Sampel yang digunakan adalah 667 perusahaan perbankan untuk tahun 1998. Dickens et al. mengidentifikasi perusahaan-perusahaan menurut industri dengan menggunakan kode *Standard Industrial Classification* (SIC) dan menghilangkan perusahaan-perusahaan yang tidak tergabung dalam U.S. serta perusahaan-perusahaan dengan data yang tidak lengkap. Studi Dickens et al. mengidentifikasi tujuh faktor yang diyakini dapat mempengaruhi kebijakan dividen perusahaan, dan hasil studi ini menemukan dukungan secara empiris untuk lima dari tujuh faktor tersebut. lima faktor yang secara empiris mendukung itu adalah *investment opportunity*, *size*, *agency problems*, *dividend history*, dan *risk*. Temuan-temuan itu menyarankan suatu garis petunjuk yang dapat diikuti untuk kebijakan dividen bank: (1) Bank-bank dengan peluang investasi yang lebih besar harus menghemat *cash* untuk mendanai peluang itu dan, oleh karenanya, membayar lebih sedikit *dividends*, (2) Bank-bank yang mempunyai ukuran yang besar, dan mungkin mempunyai biaya kebangkrutan yang lebih rendah, akan dapat membayar *dividends* yang lebih tinggi, (3) Bank-bank dengan *agency problems* yang lebih sedikit dapat membayar *dividends* yang lebih sedikit, (4) Bank-bank akan menggunakan *dividend history* mereka untuk mengatur kebijakan dividen, (5) Bank-bank yang mempunyai risiko tinggi akan membayar *dividends* rendah.

Anand (2004) melakukan studi dengan tujuan untuk mengidentifikasi faktor-faktor yang dipertimbangkan CFOs perusahaan India dalam memformulasikan

kebijakan dividen. Sampel yang digunakan dalam studi ini terdiri dari 474 perusahaan sektor swasta dan 51 perusahaan sektor publik yang utama berdasarkan pada kapitalisasi pasar di India. Berdasarkan 525 perusahaan tersebut hanya sebesar 81 atau 15,4% CFOs (*Chief Financial Officers*) yang tanggapannya dapat dianalisis. Hasil studi ini konsisten dengan teori dan mereka bereaksi secara bersama-sama mengungkapkan dengan baik. Manajemen dari perusahaan-perusahaan India percaya bahwa keputusan-keputusan dividen adalah penting karena kebijakan dividen menyediakan suatu mekanisme pemberian isyarat untuk prospek masa yang akan datang dari perusahaan dan dengan demikian akan mempengaruhi nilai pasar. CFOs melakukan pertimbangan terhadap preferensi dari para investor untuk *dividends* dan profil para pemegang saham ketika merancang kebijakan dividen. CFOs juga mempunyai suatu target *dividend payout ratio* tetapi juga menginginkan untuk membayar *dividends* dengan stabil dalam pertumbuhan. Oleh karena itu, kebijakan dividen merupakan persoalan untuk CFOs dan para investor.

Liu dan Hu (2005) melakukan penelitian dengan tujuan untuk menjawab beberapa pertanyaan, yang dapat diuraikan sebagai berikut: (1) mengapa *cash dividend* dan *free cash flow* dengan ekuitas adalah tidak sama.; (2) ada hubungan apa antara *cash dividend*, kemampuan dari *cash payout* dan juga peluang dari investasi; (3) apa ciri-ciri atau keistimewaan dari *cash dividend payout* dalam industri-industri yang berbeda. Sampel yang digunakan pada penelitian ini adalah *cross section data* dari perusahaan-perusahaan yang tercatat di China (Shanghai dan Shenzhen) *Stock Exchanges* pada akhir tahun 2000. Sejumlah 299 perusahaan yang tercatat telah

dipilih secara random. Hasil penelitian Liu dan Hu (2005) dapat dikemukakan sebagai berikut: **Pertama**, pembayaran *cash dividend* adalah selalu lebih kecil dari laba akuntansi. **Kedua**, pembayaran dari *cash dividend* adalah berhubungan positif dengan *current return per share* dan *total assets* tetapi negatif untuk *debt to asset ratio*. **Terakhir**, hasil penelitian ini mengidentifikasi bahwa perusahaan-perusahaan dengan suatu ROE, ONCF (*Operating Net Cash Flow*) yang lebih tinggi melakukan pembayaran *cash dividen* yang lebih tinggi, dan itu dimiliki oleh industri tradisional; perusahaan-perusahaan dengan suatu ROE yang lebih tinggi, ONCF yang lebih rendah melakukan pembayaran *cash dividend* yang lebih rendah, dan itu dimiliki oleh industri dengan teknologi tinggi. Liu dan Hu (2005) menemukan terdapat banyak perusahaan yang tidak dapat membuat *residual cash flow* yang cukup, tetapi mereka tetap berinvestasi pada proyek-proyek besar.

Baker et al. (2005) melakukan survei kepada para manajer dari perusahaan-perusahaan yang membayar dividen yang tercatat di *Olso Stock Exchange* Norwegia. Tujuan dari survei ini adalah untuk mengidentifikasi faktor-faktor yang paling penting dalam membuat keputusan-keputusan kebijakan dividen, dan untuk mempelajari pandangan-pandangan para manajer tentang berbagai permasalahan yang berhubungan dengan dividen. Baker et al. (2005) juga membandingkan pandangan-pandangan dari para manajer perusahaan-perusahaan dari Norwegian dan U.S. Temuan-temuan dari survei ini menuntun kepada beberapa kesimpulan tentang kebijakan dividen. **Pertama**, faktor terpenting yang mempengaruhi kebijakan dividen dari perusahaan-perusahaan Norwegia adalah berhubungan dengan *earnings*.

Tegasnya adalah tingkat *earnings* dari periode yang bersangkutan dan harapan *earnings* untuk masa mendatang, jadi merupakan stabilitas dari *earnings*. Penentu-penentu yang signifikan lainnya dari kebijakan dividen adalah termasuk tingkat *financial leverage* periode yang bersangkutan dan batasan-batasan likuiditas. Berdasarkan bukti yang diperoleh, Baker et al. (2005) juga menyimpulkan bahwa untuk faktor-faktor yang sama yang mempengaruhi keputusan-keputusan dividen adalah tidak sepadan pentingnya untuk seluruh perusahaan. Baker et al. (2005) menduga bahwa tidak ada sekumpulan dari faktor-faktor yang bersifat universal yang diterapkan secara sepadan untuk seluruh perusahaan. **Kedua**, Para manajer dari perusahaan Norwegia memandang aturan legal dan batasan-batasan sebagai suatu yang lebih penting daripada yang dilakukan rekan mereka di U.S. Sebaliknya, para manajer dari perusahaan-perusahaan U.S menempatkan pola dari *dividends* yang lalu sebagai suatu yang lebih penting daripada yang dilakukan para manajer dari perusahaan Norwegia. **Ketiga**, para manajer Norwegia secara umum mendukung beberapa pernyataan yang berhubungan dengan konsep bahwa kebijakan dividen suatu perusahaan adalah suatu permasalahan. Para manajer perusahaan Norwegia sangat menyetujui bahwa suatu perusahaan seharusnya merencanakan kebijakan dividen itu untuk menciptakan nilai yang maksimum bagi para pemegang saham. Selanjutnya, mereka setuju bahwa suatu kebijakan dividen yang optimal adalah suatu keseimbangan antara dividen saat ini dan pertumbuhan masa mendatang yang memaksimalkan harga saham. Sekalipun begitu, para manajer ini kelihatan mempunyai pandangan yang bertentangan (*ambivalent*) ketika ditanya apakah suatu

perubahan dalam *cash dividends* suatu perusahaan itu mempengaruhi nilai perusahaan. Dibandingkan dengan rekan-rekan mereka U.S., responden dari perusahaan Norwegia menyatakan banyak kurang setuju dengan gagasan bahwa terdapat suatu hubungan antara kebijakan dividen dengan nilai perusahaan. Terakhir, para manajer dari perusahaan-perusahaan Norwegia menyatakan dukungan untuk penjelasan suatu *signaling* untuk pembayaran *dividends* daripada yang mereka lakukan untuk penjelasan suatu *tax-preference*. Sekalipun begitu, mayoritas dari tanggapan-tanggapan menunjukkan kemenduaan (*ambivalent*) terhadap apakah para investor secara umum menggunakan pengumuman dividen sebagai informasi untuk membantu menilai harga saham suatu perusahaan.

Naceur et al. (2006) melakukan studi dengan tujuan untuk menguji apakah para manajer dari perusahaan-perusahaan yang tercatat di Tunisia memperlancar pembayaran dividen mereka atau tidak. Selanjutnya, studi juga bertujuan untuk menguraikan secara singkat faktor penentu utama yang mungkin mengarahkan kebijakan dividen dari perusahaan-perusahaan di Tunisia. Naceur et al. (2006) melakukan studi ini melalui 48 perusahaan yang tercatat di Tunisia *Stock Exchange* selama tahun 1996 sampai tahun 2002. Temuan-temuan Naceur et al. adalah sebagai berikut: **Pertama**, perusahaan-perusahaan dengan pendapatan yang lebih stabil dapat mengusahakan *free cash flows* yang lebih besar dan jadi, membayar dividen lebih besar. Lebih lanjut, mereka mendistribusikan dividen lebih besar kapan pun mereka sedang bertumbuh pesat. Bagaimanapun, tidak ada konsentrasi kepemilikan maupun *financial leverage* kelihatannya yang banyak berdampak kepada kebijakan dividen di

Tunisia. Juga, likuiditas dari pasar modal dan ukuran perusahaan secara negatif berdampak pada pembayaran dividen.

Papadopoulos dan Charalambidis (2007) melakukan penelitian dengan tujuan untuk menginvestigasi status saat ini dan faktor-faktor penentu dari kebijakan dividen. Sampel yang digunakan adalah perusahaan-perusahaan yang tercatat di *Athens Stock Exchange* (ASE). Bank-bank dan institusi-institusi keuangan dikeluarkan dari analisis. Selanjutnya, seluruh perusahaan yang tidak tercatat dalam setiap tahun dari tahun 1995 sampai tahun 2002 atau yang mempunyai data yang tidak lengkap juga dikeluarkan. Pengklasifikasian dari perusahaan ke dalam industri berdasarkan data tahun 2005 dan industri-industri yang mempunyai kurang dari lima perusahaan juga dikeluarkan. Temuan-temuan dari penelitian Papadopoulos dan Charalambidis secara garis besar dapat dirangkum menjadi lima pernyataan, yaitu: 1) perubahan kebijakan *payout* dari tahun ke tahun adalah kecil; 2) kebanyakan perusahaan tidak mendistribusikan *dividends* khusus; 3) perbedaan antara kebijakan dividen dari perusahaan-perusahaan *retail* dan yang dari perusahaan-perusahaan industri adalah kecil (*minor*); 4) variabel-variabel yang digunakan untuk menjelaskan hanya suatu proporsi kecil dari *variability* kebijakan dividen; dan 5) *cash flow* adalah faktor penentu utama dari kebijakan dividen.

Denis dan Osobov (2007) melakukan studi dengan bertujuan untuk menguji dan membahas faktor-faktor yang diprediksi sebagai penentu yang dapat menjelaskan mengapa perusahaan membayar dividen. Denis dan Osobov memperluas penelitiannya melalui pengujian bukti *cross-sectional* dan *time-series* pada

kecenderungan untuk membayar *dividends* dalam beberapa pasar-pasar keuangan yang berkembang seperti; *The United States* (U.S.), Kanada, *the United Kingdom* (U.K.), Jerman, Perancis, dan Jepang yang meliputi periode tahun 1989 sampai dengan tahun 2002. Hasil penelitian Denis dan Osobov ini menyatakan bahwa secara empiris faktor-faktor penentu dari pembayaran dividen menunjukkan kasamaan diantara negara-negara yang diteliti. Dalam keenam Negara yang diteliti, dividen dipengaruhi oleh: *Firm Size*, *Profitability*, *Growth Opportunities* dan *Earned/Contributed Equity Mix (Ratio Retained Earning to the Book value of total Equity)* RE_t/BE_t .

2.1.6 Nilai Perusahaan (*Firm Value*)

Secara normatif tujuan dari pengelolaan keuangan perusahaan adalah untuk meningkatkan nilai perusahaan, yang tercermin dari harga pasar sahamnya (Fama, 1978; Wright dan Ferris, 1997; Walker 2000; dan Qureshi, 2006). Meningkatkan nilai perusahaan berarti memaksimumkan kekayaan atau kesejahteraan para pemegang saham (Martin, et al., 1994). Tujuan perusahaan itu dapat dicapai melalui pelaksanaan fungsi-fungsi manajemen keuangan dengan hati-hati dan tepat, mengingat setiap keputusan keuangan yang diambil akan mempengaruhi keputusan keuangan yang lain yang berdampak terhadap nilai perusahaan (Jensen dan Smith, 1994; Fama dan French, 1998). Pengelolaan keuangan perusahaan menyangkut penyelesaian atas keputusan penting yang diambil perusahaan, antara lain keputusan investasi, pendanaan, dan kebijakan dividen. Suatu kombinasi yang optimal atas ketiga keputusan itu akan memaksimumkan nilai perusahaan, dengan demikian keputusan-

keputusan tersebut adalah saling berkaitan satu dengan lainnya (Mbodja dan Mukhrejee, 1994; dan Qureshi, 2006).

Teori organisasi dan korporasi *modern* dari Marshal (1920, dalam Berle dan Means, 1933) telah banyak diterapkan dalam perusahaan-perusahaan besar dan modern sampai saat ini. Teori ini menyatakan bahwa dalam suatu organisasi harus terdapat pemisahan yang tegas antara aktivitas pengendalian dengan aktivitas operasional, dalam hal ini harus terdapat pemisahan antara *Board of Directors* sebagai representasi dari pemegang saham yang melakukan fungsi pengendalian atas operasional perusahaan dan *Board of Management*–CEO sebagai pihak yang menjalankan operasional perusahaan. Perkembangan selanjutnya, teori keagenan (*agency theory*) menyatakan bahwa perusahaan yang memisahkan fungsi pengelolaan dengan fungsi kepemilikan akan rentan terhadap konflik keagenan (Jensen dan Meckling, 1976). Hal ini disebabkan dengan adanya pemisahan peran antara pemegang saham sebagai prinsipal dan manajer sebagai agen, maka manajer pada akhirnya akan memiliki hak pengendalian yang signifikan dalam hal bagaimana mereka mengalokasikan dana investor (Jensen dan Meckling, 1976; Eisenhardt, 1989; dan Shleifer dan Vishny, 1997). Asumsi dasar dalam *agency theory* adalah bahwa manajer akan bertindak secara oportunistik dengan mengambil keuntungan untuk kepentingan pribadi sebelum memenuhi kepentingan para pemegang saham.

Perilaku oportunistik manajerial dalam kaitannya dengan pencapaian nilai perusahaan, dapat digambarkan melalui fungsi-fungsi pengelolaan keuangan perusahaan, yaitu fungsi investasi, pendanaan, dan fungsi dalam menjalankan

kebijakan dividen. Jensen (1986) berpendapat bahwa manajer pada perusahaan publik memiliki insentif untuk melakukan ekspansi melebihi ukuran optimal, meskipun ekspansi tersebut dilakukan pada proyek yang memiliki *net present value* (NPV) negatif. Kondisi *overinvestment* ini dilakukan dengan menggunakan dana internal yang dihasilkan oleh perusahaan dalam bentuk *free cash flow*. Masalah *free cash flow* merujuk pada aktivitas manajer yang lebih menyukai melakukan investasi (meskipun dengan NPV negatif) dari pada membaginya dalam bentuk dividen. Manajer tertarik untuk menanamkan modal dalam rangka meningkatkan pertumbuhan dan penurunan risiko perusahaan melalui diversifikasi, walaupun mungkin hal ini tidak selalu meningkatkan kesejahteraan pemegang saham, Bethel dan Julia (1993). Hasil penelitian Grand Jammie dan Thomas sebagaimana dikutip oleh Bethel dan Julia (1993), menunjukkan bahwa manajer dari perusahaan publik cenderung untuk memperluas dan melakukan diversifikasi perusahaan, walaupun hal itu tidak meningkatkan nilai perusahaan.

Managerial opportunism hypothesis sebagaimana diungkapkan oleh Jensen (1986), menyatakan bahwa para manajer mempunyai kecenderungan untuk menahan *cash*, menyediakan mereka untuk mengkonsumsi lebih banyak penghasilan tambahan, menggunakan dalam membangun kerajaan, dan menginvestasikan dalam proyek-proyek dan pendapatan yang mungkin meningkatkan gengsi pribadi mereka tetapi tidak bermanfaat bagi para pemegang saham (Jiraporn dan Ning, 2006). Disamping itu manajer juga mempunyai kecenderungan untuk menggunakan hutang yang tinggi bukan atas dasar maksimisasi nilai perusahaan, melainkan untuk

kepentingan oportunistik mereka. Hal ini akan mengakibatkan beban bunga pinjaman dan risiko kebangkrutan perusahaan meningkat, karena *agency cost of debt* semakin tinggi. Meningkatnya biaya keagenan tersebut pada akhirnya akan berpengaruh pada penurunan nilai perusahaan. Dengan demikian perilaku oportunistik manajerial tidak menciptakan atau meningkatkan nilai perusahaan, tetapi sebaliknya akan merusak atau menurunkan nilai perusahaan.

Teori keagenan menyatakan bahwa *agency problem* dapat diatasi dengan melakukan beberapa mekanisme kontrol salah satunya adalah dengan meningkatkan *dividend payout ratio*, yang akan mengakibatkan tidak tersedia cukup banyak *free cash flow* dan manajemen terpaksa mencari pendanaan dari luar untuk membiayai investasinya (Crutchley dan Hansen, 1989). Rozeff (1982) mengemukakan bahwa pembayaran dividen adalah salah satu cara untuk mengurangi *agency cost of equity* karena konflik antara manajemen dengan pemegang saham akan berkurang. Pembayaran dividen menunjukkan bahwa manajemen mengelola perusahaan dengan baik dan dapat menjadi *signal* yang positif bagi para pemegang saham untuk reinvestasi dalam perusahaan. Rozeff (1982) dan Easterbrook (1984) menjelaskan bahwa pembayaran dividen akan mengurangi sumber-sumber dana yang dikendalikan oleh manajer, sehingga mengurangi kekuasaan manajer dan membuat pembayaran dividen mirip dengan *monitoring capital market* yang terjadi jika perusahaan memperoleh modal baru dari pihak eksternal, sehingga mengurangi biaya keagenan.

Pembayaran dividen dipahami dapat mengurangi permasalahan keagenan, namun penelitian yang membahas hubungan langsung antara dividen dan nilai

perusahaan sampai saat ini hasilnya masih ambigu (Jensen dan Smith, 1984). Miller dan Modigliani (1961) mengemukakan bahwa dengan asumsi pasar sempurna, perilaku rasional dan kepastian yang sempurna, menemukan hubungan bahwa nilai perusahaan dan kebijakan dividen adalah tidak relevan. Hasil-hasil penelitian Black dan Scholes (1974), Miller dan Scholes (1978), dan Jose dan Stevens (1989) mendukung argumentasi *dividend irrelevant theory* ini. Bagaimanapun, dalam praktek-praktek di pasar secara nyata, ditemukan bahwa kebijakan dividen nampaknya menjadi permasalahan, dan melonggarkan satu atau lebih dari asumsi-asumsi pasar modal yang sempurna adalah sebagai suatu dasar telah terbentuknya teori-teori yang menjadi tandingan dari teori kebijakan dividen tersebut.

Muncul beberapa studi empiris yang menolak *dividend irrelevance theory* dan mendukung *bird-in-hand theory* sebagai suatu teori relevansi dividen dari Gordon dan Lintner (1963), Long (1978), dan Sterk dan Vandenberg (1990). Selanjutnya muncul Teori *tax preference* yang menyatakan bahwa rendahnya *dividend payout ratio* akan menjadikan lebih rendahnya tingkat pengembalian yang disyaratkan dan pada gilirannya akan meningkatkan penilaian terhadap saham-saham perusahaan (Brennan, 1970). Beberapa studi seperti Litzenberger dan Ramaswamy (1979), Poterba and Summers, (1984), dan Barclay (1987) telah menyajikan bukti empiris dalam mendukung dari argumentasi pengaruh pajak. Sedangkan yang lainnya, seperti Black dan Scholes (1974), Miller dan Scholes (1982), dan Morgan dan Thomas (1998) mempunyai temuan-temuan yang bertentangan dengan itu atau menyediakan

penjelasan yang berbeda. Dengan demikian, dampak dari kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan itu sampai saat ini adalah masih simpang siur.

Corporate governance merupakan konsep yang didasarkan pada teori keagenan, diharapkan bisa berfungsi sebagai alat untuk memberikan keyakinan kepada para investor bahwa mereka akan menerima *return* atas dana yang telah mereka investasikan. *Corporate governance* berkaitan dengan bagaimana para investor yakin bahwa manajer akan memberikan keuntungan bagi mereka, yakin bahwa manajer tidak akan mencuri atau menggelapkan atau menginvestasikan ke dalam proyek-proyek yang tidak menguntungkan berkaitan dengan dana yang telah ditanamkan oleh investor, dan berkaitan dengan bagaimana para investor mengontrol para manajer (Shleifer dan Vishny, 1997). Sejalan dengan itu, Monks dan Minow (2001) menyatakan bahwa *corporate governance* merupakan tata kelola perusahaan yang menjelaskan hubungan antara berbagai partisipan dalam perusahaan yang menentukan arah dan kinerja perusahaan.

Survei yang dilakukan oleh Mc Kinsey dan Co (2002) menunjukkan bahwa *corporate governance* telah menjadi perhatian utama investor, khususnya pada pasar-pasar yang sedang berkembang. Investor akan cenderung menghindari perusahaan-perusahaan yang memiliki penerapan *corporate governance* yang buruk. Penerapan *corporate governance* dapat dicerminkan dalam nilai perusahaan yang dilihat dari harga saham perusahaan yang bersangkutan. Menurut Black et al. (2002), alternatif penjelasan atas hubungan antara praktek *corporate governance* dengan nilai perusahaan menurut penelitian tersebut adalah *signaling* dan *endogeneity*. Dalam

signaling, praktek *corporate governance* menyebabkan peningkatan nilai perusahaan karena penerapan *corporate governance* yang baik akan memberikan sinyal positif. Sedangkan *endogeneity* adalah perusahaan yang nilai pasar tinggi (dengan alasan apapun) cenderung menerapkan *corporate governance* lebih baik.

Penelitian dari Black et al. (2002) di atas didukung antara lain oleh Dharmapala dan Khanna (2008); Garay dan González (2008); Silveira dan Barros (2007); dan Chhaochharia dan Grinstein (2006). Sedangkan penelitian lainnya yang dilakukan oleh: Tang (2007); Javed dan Iqbal (2007); Bøhren dan Ødegaard (2004); Utama dan Cynthia (2005) menunjukkan hasil yang tidak konsisten. Javed dan Iqbal (2007) menunjukkan bahwa kecukupan tingkat *governance* perusahaan tidak dapat menggantikan kondisi yang sesungguhnya dari perusahaan. Rendahnya tingkat produksi dan praktek-praktek manajemen yang buruk tidak dapat ditutupi dengan pengungkapan yang jelas dan standar-standar transparansi. Bøhren dan Ødegaard (2004) menyarankan bahwa mekanisme *corporate governance* adalah independen dan memungkinkan untuk dianalisis secara satu demi satu atau secara keseluruhan, temuan-temuan tergantung kepada proksi dari kinerja yang digunakan dan tergantung pula kepada pemilihan dari instrumen dalam persamaan-persamaan simultan.

Berdasarkan pada uraian tentang berbagai teori dan hasil-hasil penelitian yang berkaitan dengan teori keagenan, teori dividen residual, *information content of dividends or signaling hypothesis*, dividen sebagai kengurang konflik keagenan, faktor-faktor yang mempengaruhi kebijakan dividen di atas, dan deskripsi tentang

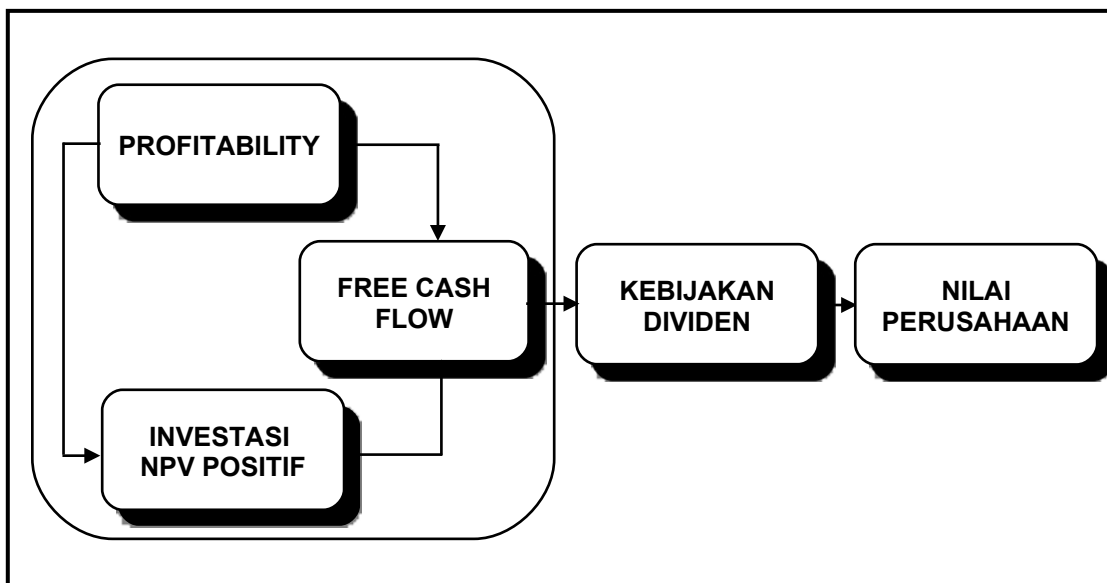
definisi serta proksi dari nilai perusahaan, maka dapat dirumuskan suatu pernyataan proporsi yang pertama, yaitu sebagai berikut:

Proposisi 1: Kebijakan Dividen

Kebijakan pembayaran dividen yang berasal dari *free cash flow* akan berdampak pada kenaikan nilai perusahaan. Sedangkan *free cash flow* yang dimiliki perusahaan adalah sangat ditentukan oleh kemampuan perusahaan dalam memperoleh laba (profitabilitas) dan peluang-peluang investasi yang menguntungkan.

Secara pikto grafis paparan proposisi 1 di atas dapat disajikan dalam gambar sebagai berikut:

GAMBAR 2.1
MODEL PIKTOGRAFIS PROPOSISI 1



Sumber: Dikembangkan untuk disertasi ini

2.1.7 *Contracting Theory*

Teori kontrak (*contracting theory*) yang dipelopori oleh Ross (1973), Mirrlees (1974, 1976) dan Holmstrom (1979) menegaskan bahwa perusahaan adalah merupakan suatu kumpulan kontrak, yaitu kontrak antara manajemen dengan pemilik perusahaan, kontrak antara manajemen dengan karyawan, pemasok, dan kreditur. Dalam literatur, kelompok seperti manajer disebut sebagai *agent* dan kelompok seperti pemegang saham disebut *principal*. Suatu permasalahan timbul disebabkan agen bertindak dalam kepentingan terbaik bagi dirinya, dan tidak dalam kepentingan terbaik dari para pemegang saham (Sung, 2001). Jensen dan Meckling, 1976 menegaskan bahwa adanya pemisahan antara fungsi kepemilikan dan fungsi pengelolaan dalam hubungan keagenan sering menimbulkan *agency problems*. Pemilik lebih tertarik untuk memaksimalkan *return* dan harga sekuritas dari investasinya, sedangkan manajer mempunyai kebutuhan psikologis dan ekonomi yang luas, termasuk memaksimalkan kompensasinya.

Jensen dan Meckling (1976) mendefinisikan hubungan keagenan sebagai sebuah kontrak, yang mana satu atau lebih *principal* menyewa orang lain (*agent*) untuk melakukan beberapa jasa bagi kepentingan mereka dengan mendelegasikan beberapa kewenangan untuk membuat keputusan. Konflik kepentingan akan muncul dari pendelegasian tugas yang diberikan kepada *agent*, yaitu *agent* tidak dalam kepentingan untuk memaksimalkan kesejahteraan pemilik, tetapi mempunyai kecenderungan untuk mengejar kepentingan sendiri dengan mengorbankan kepentingan pemilik. Hubungan kontraktual ini biasanya dilakukan dengan

menggunakan angka-angka akuntansi yang dinyatakan dalam laporan keuangan sebagai dasarnya. Scott (2000) menegaskan bahwa pendesainan kontrak yang tepat untuk menselaraskan kepentingan agen dan prinsipal bilamana terjadi konflik kepentingan, adalah menjadi esensi dari teori keagenan.

Teori keagenan dibangun berdasarkan tiga asumsi (Eisenhardt, 1989), yaitu: asumsi sifat manusia (*human assumptions*), asumsi keorganisasian (*organizational assumptions*), dan asumsi informasi (*information assumptions*). Asumsi sifat manusia dikelompokkan menjadi tiga, yaitu: (1) *self-interest*, yaitu sifat manusia untuk mengutamakan kepentingan diri sendiri, (2) *bounded-rationality*, yaitu sifat manusia yang memiliki keterbatasan rasionalitas, dan (3) *risk aversion*, yaitu sifat manusia yang lebih memilih mengelak dari risiko. Asumsi keorganisasian dikelompokkan menjadi tiga, yaitu: (1) konflik sebagian tujuan antar partisipan, (2) efisiensi sebagai suatu kriteria efektivitas, dan (3) asimetri informasi antara pemilik dan agen. Asumsi informasi merupakan asumsi yang menyatakan bahwa informasi merupakan suatu komoditas yang dapat dibeli. Teori keagenan lebih menekankan pada penentuan pengaturan kontrak yang efisien dalam hubungan pemilik dengan agen. Kontrak yang efisien adalah kontrak yang jelas untuk masing-masing pihak yang berisi tentang hak dan kewajiban, sehingga dapat meminimumkan konflik keagenan.

Ross (1973) menegaskan bahwa permasalahan *principal-agent* muncul ketika terdapat *asymmetric information* dari *agent* terhadap *principal*. Informasi tidak simetris ini dapat terjadi berupa kegiatan maupun informasi. Masalah yang berkaitan dengan kegiatan dinamakan *hidden action*, sedangkan masalah yang berkaitan dengan

informasi disebut *hidden information*. *Hidden action* akan memunculkan *moral hazard* dan *hidden information* akan memunculkan *adverse selection*. Sejalan dengan itu, Sung (2001) menyatakan bahwa terdapat banyak sumber yang potensial untuk terjadinya permasalahan *corporate moral hazard*, diantaranya adalah: (1) para manajer mungkin menginvestasikan keuntungan perusahaan dalam proyek-proyek dengan nilai yang rendah untuk memperluas kerajaan mereka; (2) para manajer mungkin membayar mereka sendiri terlalu mahal dan menerima penghasilan tambahan yang sangat tinggi, mahal dan menghambur-hamburkan; (3) para manajer mungkin menjalankan secara terus-menerus dalam suatu cara untuk mengejar tujuan-tujuan pribadinya daripada memaksimalkan nilai perusahaan; (4) para manajer mungkin menolak usaha-usaha untuk meningkatkan kekuatan operasi-operasi yang menguntungkan, terutama penolakan terhadap pengambilalihan yang mengancam jabatan-jabatan mereka.

Dengan demikian, terdapat dua kondisi utama untuk suatu permasalahan *moral hazard* muncul diantara *principal* dan *agent*. Kedua permasalahan utama tersebut adalah: (1) konflik dari kepentingan, dan (2) ketidakmampuan untuk menuliskan kontrak-kontrak yang dapat dilaksanakan yang meliputi seluruh elemen penting dari berbagai transaksi (Sung, 2001). Jensen dan Meckling (1976) menawarkan dua cara yang dapat dilakukan oleh para pemilik modal untuk mengurangi risiko yang diakibatkan oleh tindakan manajer yang merugikan (*moral hazard problem*). Kedua cara tersebut adalah: pemilik modal melakukan pengawasan (*monitoring*) dan manajer sendiri melakukan pembatasan atas tindakan-tindakannya

(*bonding*). Selanjutnya, Sung (2001) menambahkan *explicit incentive contracts* sebagai cara ketiga untuk mencegah munculnya permasalahan *moral hazard*, selain *monitoring* dan *bonding*.

Sung (2001) berpendapat bahwa seringkali kegiatan monitoring adalah terlalu mahal, dan sangat tidak mungkin untuk memonitor segala tindakan para manajer secara individual dalam berbagai aktivitasnya. Tetapi, adalah masih dimungkinkan untuk mengukur hasil (*outcome*) dari tindakan-tindakan dan usaha-usaha manajerial, walaupun hubungan sempurna diantara tindakan-tindakan yang tidak dapat diamati dan hasil-hasil yang dapat diketahui adalah jarang terjadi. *Principal* mungkin dapat menggunakan *outcome* untuk menyediakan agen berbagai insentif agar bekerja untuk kepentingan-kepentingan *principal* melalui hasil-hasil yang baik dan menguntungkan. Sebagai contoh, dalam praktek, *explicit incentive contracts* adalah dibentuk berdasarkan pemberian bonus yang tergantung atas variasi-variasi kuantitatif dari kinerja akuntansi, seperti *earnings per share* (EPS), *return on equity* (ROE), *return on asset* (ROA), *economic value added* (EVA), dan kinerja akuntansi lainnya.

2.1.8 Free Cash Flow Hypothesis

Free cash flow hypothesis merupakan pengembangan yang bersifat teoritis dan yang kaya dalam pemodelan *dividends* sebagai suatu *signals* yang berasal dari informasi pribadi managerial atau *entrepreneurial*. *Free cash flow hypothesis* juga memberikan peningkatan kepada penelitian empiris untuk faktor penentu yang kuat dari teori pemberian isyarat. Khususnya, literatur empiris yang mencoba untuk menguji paradigma pemberian isyarat yang diragukan menentang suatu dasar

pemikiran alternatif untuk *dividends* yang dikembangkan oleh Jensen (1986), yang didasarkan pada kerangka agen-pemilik. Menurut kerangka ini, *dividends* digunakan oleh para pemegang saham sebagai suatu alat untuk mengurangi *overinvestment* yang dilakukan oleh para manajer. Para manajer mengendalikan perusahaan; oleh karena itu, mereka akan menginvestasikan *cash* dalam proyek-proyek dengan *net present values* yang negatif, tetapi yang dapat meningkatkan kegunaan pribadi para manajer. Pembayaran dividen akan mengurangi *free cash flow* dan dengan demikian akan mengurangi ruang lingkup para manajer untuk melakukan *overinvestment*. Easterbrook (1984) dan Jensen (1986) adalah dua orang pakar yang paling banyak bekerja untuk menguji model ini.

Easterbrook (1984) merumuskan hipotesis bahwa *dividends* digunakan untuk mengambil *free cash flow* dari penguasaan para manajer dan dibayarkannya kepada para pemegang saham. Hal ini memastikan bahwa para manajer itu harus mendekati pasar modal untuk memenuhi pembiayaan yang diperlukan untuk proyek-proyek yang baru. Kebutuhan untuk mendekati pasar modal memaksa suatu sikap disiplin atas para manajer, dengan demikian akan mengurangi biaya pemantauan para manajer. Tambahan pula, Easterbrook (1984) mengajukan hipotesis bahwa dengan sangat mendesaknya untuk mendekati pasar modal juga bertindak sebagai suatu serangan balasan terhadap manajer yang mempunyai sifat menghindari risiko.

Jensen (1986), menetapkan bahwa di dalam perusahaan-perusahaan dengan arus kas yang besar, para manajer akan memiliki suatu tendensi untuk menanam modal dalam proyek-proyek yang mempunyai *rate of return* rendah. Menurut Jensen,

hutang dapat mencegah keadaan ini dengan mengambil *free cash flow* yang ada ditangan para manajer. Jensen menetapkan bahwa pengambilalihan dan *mergers* berlangsung ketika salah satu memperoleh atau mempunyai suatu jumlah yang besar dari *free cash flow* atau yang diperoleh mempunyai suatu *free cash flow* yang besar yang belum dibayarkan dalam bentuk dividen kas kepada para pemegang saham. Meskipun Jensen tidak berhubungan (*deal*) dengan isu dari *dividends*, peneliti-peneliti empiris dari kebijakan dividen sering kali menggunakan artikel Jensen untuk memotivasi pengujian-pengujian *free cash flow hypothesis* dari kebijakan dividen.

Selanjutnya Jensen (1986) menjelaskan bahwa keberadaan *cash flow* yang terlalu banyak bisa mengakibatkan kekeliruan perilaku para manajer dan munculnya keputusan-keputusan yang salah, dalam arti tidak sepenuhnya mencerminkan kepentingan para pemilik saham. Dalam kalimat lain, para manajer akan tergoda untuk mempertahankan *cash flow* bebas itu dan akan "memainkannya". Mereka cenderung tidak akan mengalokasikannya secepat mungkin, katakanlah untuk menambah pembayaran dividen tunai.

Sementara itu, Myers dan Majluf (1984) mengembangkan kerangka pemikiran untuk mengetahui hubungan antara pembiayaan dan investasi dalam kondisi perusahaan memiliki informasi yang lebih baik daripada investor. Berdasarkan pada pemikiran bahwa penerbitan saham baru merupakan opsi dengan biaya termahal, maka perusahaan dengan *free cash flow* yang ada padanya dapat membangun *financial slack* dengan membatasi dividen yang dibayarkan untuk memanfaatkan kesempatan investasi yang ada. Kas tersebut dapat disimpan dalam bentuk

marketable securities. *Financial slack* tersebut dapat dipergunakan untuk mengambil kesempatan investasi pada proyek yang memberikan NPV positif. Hal ini akan berdampak juga pada peningkatan harga saham. Lang, Stulz dan Walkling (1991) melakukan pengujian terhadap teori *free cash flow* yang dikemukakan oleh Jensen. Hasil penelitian menunjukkan dukungan terhadap teori *free cash flow* yang dikemukakan Jensen (1986) dimana perusahaan dengan *free cash flow* yang besar cenderung untuk memperbesar perusahaan dengan mengambil proyek dengan NPV negatif, sehingga hal ini akan mengurangi kekayaan bagi pemegang saham. Sementara itu, McCabe dan Yook (1997) melakukan penelitian untuk menguji relevansi dari teori *free cash flow* yang dikemukakan oleh Jensen (1986) dan teori Myers dan Majluf (1984). Penelitian ini mendukung teori *free cash flow* dari Jensen dan tidak mendapatkan bukti yang mendukung teori Myers dan Majluf.

2.1.9 Perilaku Oportunistik Manajerial dalam Perspektif Teori Keagenan.

Perusahaan yang memisahkan fungsi pengelolaan dengan fungsi kepemilikan akan rentan terhadap konflik keagenan. Penyebab timbulnya konflik keagenan karena para pengambil keputusan atau manajer tidak perlu menanggung risiko sebagai akibat adanya kesalahan dalam pengambilan keputusan bisnis atau tidak dapat meningkatkan nilai perusahaan. Risiko tersebut sepenuhnya ditanggung oleh para pemilik. Karena tidak menanggung risiko dan tidak mendapat tekanan dari pihak lain dalam mengamankan investasi para pemegang saham, maka pihak manajemen cenderung untuk menyetujui pengeluaran atau pos-pos biaya yang bersifat konsumtif dan tidak produktif (Jensen dan Meckling, 1976).

Eisenhardt (1989) menyatakan bahwa teori keagenan menggunakan tiga asumsi sifat manusia yaitu: (1) manusia pada umumnya mementingkan diri sendiri (*self interest*); (2) manusia memiliki daya pikir terbatas mengenai persepsi masa mendatang (*bounded rationality*); dan (3) manusia selalu menghindari risiko (*risk averse*). Berdasarkan pada asumsi sifat dasar manusia tersebut manajer sebagai manusia akan bertindak *opportunistic*, yaitu akan mengutamakan kepentingan bagi pribadinya. Sejalan dengan itu, Gitman (1994) mengemukakan bahwa kontrol dari perusahaan modern seringkali berada di tangan manajer profesional yang bukan pemilik, ada pemisahan antara pemilik dengan pengelola. Umumnya manajer keuangan akan setuju dengan sasaran maksimisasi kesejahteraan pemilik. Tetapi kenyataan dalam praktek, bagaimanapun manajer juga berkepentingan dengan kesejahtraannya, keamanan kerjanya, gaya hidupnya dan kesenangan-kesenangan lainnya seperti menjadi anggota *golf club*, kendaraan mewah, kantor yang mewah dan nyaman dan lain-lain. Kepentingan tersebut membuat manajer tidak ingin mengambil risiko yang lebih besar, karena hal itu akan mengganggu posisinya dan merusak kesejahteraan pribadinya. Akibat konflik antara kedua kepentingan tersebut, keuntungan dapat menjadi tidak maksimum dan berpotensi merugikan kesejahteraan para pemilik perusahaan.

Penyebab lain konflik keagenan antara manajer dan pemegang saham adalah karena keputusan pendanaan. Pemegang saham hanya peduli terhadap risiko sistematis (*systematic risk*) dari saham perusahaan, karena mereka melakukan investasi pada portofolio yang terdiversifikasi dengan baik. Namun manajer

sebaliknya, mereka lebih berhubungan dengan risiko perusahaan secara keseluruhan. Dengan demikian, menurut teori keagenan para manajer cenderung bertindak untuk mengejar kepentingan mereka sendiri, bukan berdasarkan maksimalisasi nilai dalam pengambilan keputusan pendanaan (Jensen dan Meckling, 1976).

Bathala, Moon dan Rao (1994) menyatakan bahwa dalam model keagenan yang dikemukakan oleh Jensen dan Meckling (1976), perusahaan merupakan suatu subyek terhadap meningkatnya konflik. Hal ini disebabkan karena adanya penyebaran pengambilan keputusan dan risiko yang ditanggung oleh perusahaan. Dalam konteks ini para manajer mempunyai kecenderungan untuk menggunakan kelebihan keuntungan untuk konsumsi dan perilaku oportunistik yang lain, karena mereka menerima manfaat yang penuh dari kegiatan tersebut tetapi kurang mau untuk menanggung risiko dari biaya yang dikeluarkannya. Jensen dan Meckling (1976) menyatakan hal tersebut sebagai *agency cost of equity*. Disamping itu manajer juga mempunyai kecenderungan untuk menggunakan hutang yang tinggi bukan atas dasar maksimisasi nilai perusahaan, melainkan untuk kepentingan oportunistik mereka. Hal ini akan mengakibatkan beban bunga pinjaman dan risiko kebangkrutan perusahaan meningkat, karena *agency cost of debt* semakin tinggi. Meningkatnya biaya keagenan tersebut pada akhirnya akan berpengaruh pada penurunan nilai perusahaan.

Agency theory sebagaimana dikutip Amihud dan Lev (1981) mengungkapkan bahwa, manajer sebagai agen dari pemegang saham, tidak selalu bertindak atas nama kepentingan pemegang saham karena tujuan keduanya berbeda. Di satu pihak kesejahteraan pemegang saham semata-mata tergantung pada nilai pasar perusahaan,

di pihak lain, kesejahteraan manajer sangat tergantung pada ukuran dan risiko kebangkrutan perusahaan. Akibatnya manajer tertarik untuk menanamkan modal dalam rangka meningkatkan pertumbuhan dan penurunan risiko perusahaan melalui diversifikasi, walaupun mungkin hal ini tidak selalu meningkatkan kesejahteraan pemegang saham, Bethel dan Julia (1993). Hasil penelitian Grand Jammie dan Thomas sebagaimana dikutip oleh Bethel dan Julia (1993), menunjukkan bahwa manajer dari perusahaan publik cenderung untuk memperluas dan melakukan diversifikasi perusahaan, walaupun hal itu tidak meningkatkan nilai perusahaan. Biasanya usaha diversifikasi itu dilakukan melalui pembelian *real asset* yang tidak sesuai dengan usaha utama dari perusahaan. Sicherman dan Pettway (1987) membuktikan bahwa, potensi inefisiensi dihasilkan dari diversifikasi *real asset* bukan dari konsentrasi *real asset*.

Dengan asumsi bahwa pemilik perusahaan tidak terlibat langsung dalam pengelolaan perusahaan dan manajer merupakan orang yang dibayar untuk mengoperasikan perusahaan, maka manajer secara operasional bekerja independen terlepas dari campur tangan pemilik, kecuali dalam penentuan kebijakan umum. Berdasarkan asumsi tersebut ada kemungkinan bahwa, manajer menggunakan dana yang tersedia untuk investasi yang berlebihan, karena hal ini akan meningkatkan kesejahteraannya dari pada mendistribusikannya kepada pemegang saham. Manajer sebagai agen pemegang saham akan mengambil tindakan yang hanya memaksimalkan kepentingannya sendiri bila saja tidak ada insentif lain atau tidak

dimonitor. Bila hal ini terjadi tentunya tidak akan konsisten dengan tujuan memaksimalkan nilai perusahaan (Mann dan Neil, 1991).

Selanjutnya Mann dan Neil (1991) mengungkapkan bahwa apabila tindakan manajer sesuai dengan harapan investor, maka tidak terjadi masalah keagenan. Hal ini akan diwujudkan dengan tindakan manajer yang akan mendistribusikan seluruh *free cash flow* yang ada ditangannya kepada *shareholders*. Berarti bahwa bila manajer memiliki kesamaan kepentingan dengan pemegang saham, maka manajer cenderung untuk mengurangi kas yang ada di tangannya dan lebih berhati-hati dalam mengalokasikan dana yang tersedia, yaitu lebih ditujukan pada kepentingan peningkatan kesejahteraan pemegang saham. Manajer umumnya merupakan orang yang dibayar oleh pemilik perusahaan dan diberi wewenang untuk mengendalikan operasi perusahaan, oleh karenanya tidak tertutup kemungkinan tindakan dalam mengalokasikan dana yang ada dapat menyimpang dari harapan pemilik, bila saja tidak diberi insentif atau dimonitor secara baik. Dalam kaitan tersebut Williamson berpendapat bahwa, manajer memperoleh nilai dari jenis pengeluaran tertentu misalnya mobil perusahaan, perlengkapan mebel kantor, letak kantor dan dana-dana untuk investasi yang hanya memiliki nilai bagi manajer, tetapi dengan mengesampingkan produktivitasnya, dalam (Ross dan Randolph, 1988).

Berkaitan dengan teori tentang ukuran perusahaan, Marris (1964), Amihud dan Lev (1981), Jensen dan Murpy (1990) mengungkapkan bahwa manajer memiliki insentif untuk ekspansi dan diversifikasi, walaupun hal tersebut tidak meningkatkan nilai pasar perusahaan karena kesejahteraan pribadinya sangat tergantung pada

ukuran perusahaan dan risiko kebangkrutan dari pada kinerja perusahaan, dalam (Bethel dan Julia, 1993). Akibatnya menurut Marris (1964) dan Amihud dan Lev (1981) manajer termotivasi untuk menanamkan modalnya pada aspek pertumbuhan dan penurunan risiko melalui diversifikasi walaupun tindakan tersebut tidak meningkatkan kesejahteraan pemegang saham, dalam (Bethel dan Julia, 1993).

Pada kebanyakan perseroan besar, konflik keagenan yang potensial ini sangat penting, karena manajer perusahaan besar umumnya hanya memiliki saham dalam presentase yang kecil. Dalam situasi ini, maksimisasi kekayaan pemegang saham akan mengambil tempat dibagian belakang jika muncul konflik dengan tujuan manajer. Tujuan utama para manajer adalah memaksimalkan besarnya perusahaan, karena dengan menciptakan perusahaan yang tumbuh cepat dan besar, manajer (i) meningkatkan keamanan akan pekerjaan mereka, karena kecil kemungkinan perusahaan akan diambil alih secara paksa, (ii) meningkatkan jabatan, status, dan gaji mereka, serta (iii) meningkatkan kesempatan bagi manajer tingkat bawah dan menengah. Lebih jauh, karena manajer perusahaan besar hanya memiliki saham dalam presentase yang kecil, maka mereka hanya memikirkan gaji serta kebutuhan akan barang mewah, dan menyumbangkan dana perusahaan untuk nama baik mereka, tetapi atas beban pemegang saham lainnya (Brigham dan Houston, 2001).

Bukti empiris mendukung argumen tersebut yaitu bahwa para manajer di perusahaan publik cenderung melakukan ekspansi dan diversifikasi perusahaan tanpa meningkatkan nilainya. Grant, Jammie dan Thomas (1988) sebagaimana dikutip oleh Bethel dan Julia (1993) menemukan bukti bahwa pendapatan perusahaan jatuh

akibat dari perluasan diversifikasi, dan menunjukkan dari waktu ke waktu para manajer mengorbankan kinerja untuk pertumbuhan dan diversifikasi. Studi yang lain memperlihatkan bahwa strategi diversifikasi yang tidak terfokus (*unrelated diversification*) nampaknya lebih disukai untuk mengurangi risiko kebangkrutan dari pada diversifikasi yang terfokus (*related diversification*).

Konflik keagenan dapat ditelusuri dari beberapa kondisi, seperti; penggunaan *free cash flow* pada aktivitas yang tidak menguntungkan (Jensen, 1986). Penggunaan *free cash flow* akan meningkatkan kekuasaan manajer dengan melakukan *over investment* dan mengkonsumsi keuntungan yang berlebihan (*consumption of excessive perquisites*) (Bhatala et al., 1994). Perbedaan keputusan investasi antara investor dan manajer dimana para investor lebih memilih proyek dengan risiko tinggi dan laba yang tinggi tetapi manajemen lebih memilih proyek berisiko rendah untuk melindungi posisi pekerjaan mereka (Crutchley dan Hansen, 1989).

Managerial opportunism hypothesis sebagaimana diungkapkan oleh Jensen (1986), menyatakan bahwa para manajer mempunyai kecenderungan menahan *cash* dalam perusahaan, menyediakan mereka untuk mengkonsumsi lebih banyak penghasilan tambahan, menggunakan dalam membangun kerajaan, dan menginvestasikan dalam proyek-proyek dan pendapatan yang mungkin meningkatkan gengsi pribadi mereka tetapi tidak bermanfaat bagi para pemegang saham. Perusahaan dengan hak-hak pemegang saham yang lebih lemah adalah menjadi sasaran bagi manajerial untuk lebih bersifat oportunistik sebab para manajer

beroperasi pada pertimbangan mereka sendiri dengan sedikit monitoring dari pemegang saham, dalam (Jiraporn dan Ning, 2006).

Jensen (1986) berargumen bahwa manajer pada perusahaan publik memiliki insentif untuk melakukan ekspansi perusahaan melebihi ukuran optimal, meskipun ekspansi tersebut dilakukan pada proyek yang memiliki *net present value* (NPV) negatif. Kondisi *overinvestment* ini dilakukan dengan menggunakan dana internal yang dihasilkan oleh perusahaan dalam bentuk *free cash flow*. Masalah *free cash flow* merujuk pada aktivitas manajer yang lebih menyukai melakukan investasi (meskipun dengan NPV negatif) dari pada membaginya dalam bentuk dividen. Jensen menyatakan bahwa kecenderungan tindakan manajer untuk menggunakan *free cash flow* dalam aktivitas *overinvestment* didasarkan pada pemikiran sebagai berikut (Kallapur, 1994): 1) *cash retention* memberikan manajer suatu kewenangan bahwa manajer akan rugi bila perusahaan sering kali melakukan penerbitan saham kepada pasar dalam rangka membiayai investasinya; 2) meningkatnya ukuran perusahaan akan mendorong *prestige* dan gaji bagi manajer; dan 3) kecenderungan perusahaan untuk memberikan *reward* kepada manajer *level* menengah dalam bentuk promosi jabatan daripada bonus uang, sehingga akan terjadi bias pada pertumbuhan perusahaan. Secara alami, semakin banyak *free cash flow* yang dimiliki dan sementara itu kesempatan bertumbuhnya relatif kecil, hal ini akan mendorong peningkatan masalah *free cash flow* (Michaely dan Robert, 2006).

Argumentasi teori keagenan yang berkaitan dengan restrukturisasi keuangan mengungkapkan bahwa, restrukturisasi keuangan perusahaan dapat meningkatkan

nilai perusahaan dengan cara mengambil kas (*free cash flow*) dari tangan manajer dan membayarkannya kepada para pemegang saham sebagai dividen. Tindakan ini dapat mengurangi kemampuan manajer untuk melakukan ekspansi dan diversifikasi perusahaan secara berlebihan di masa yang akan datang dan memaksa para manajer untuk lebih meningkatkan efisiensi operasi, bahkan kalau memungkinkan dengan menjual unit bisnis yang tidak menguntungkan (Jensen, 1991; dalam Bethel dan Julia, 1993). Selanjutnya diungkapkan bahwa, jumlah kas (*free cash flow*) yang ada di tangan manajer dapat dikurangi dengan cara menerbitkan hutang baru yang hasilnya untuk dibayarkan kepada pemegang saham dalam bentuk deviden khusus atau pembelian kembali saham yang beredar. Tindakan terakhir ini dapat mengurangi aliran kas perusahaan di masa yang akan datang dengan meningkatkan pembayaran bunga tetap (Grossman dan Hart, 1986; Stulz 1990 dalam Bethel dan Julia, 1993).

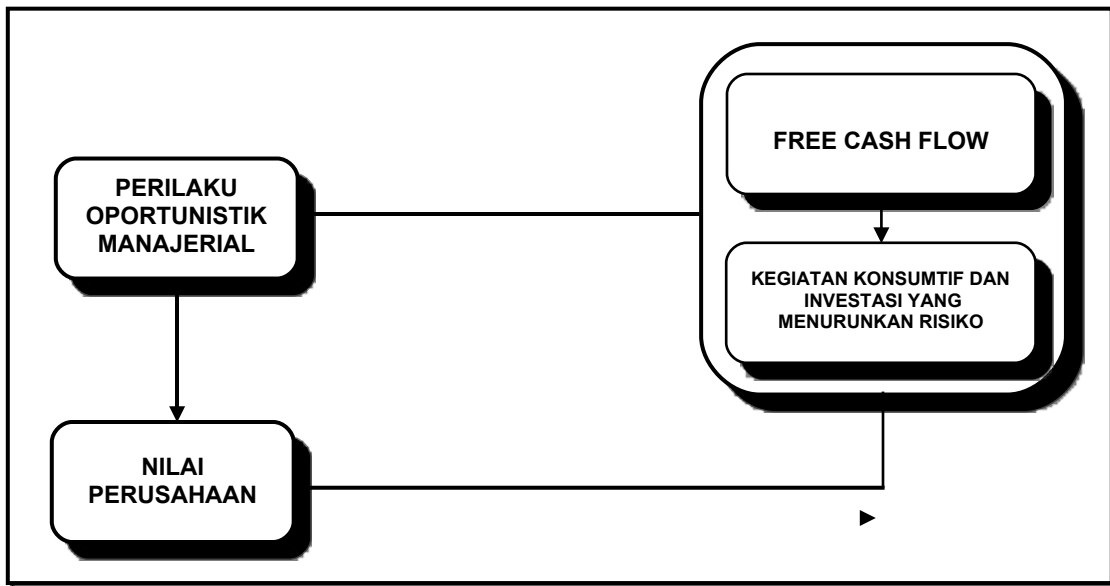
Berdasarkan pada *contracting theory* (teori kontrak), *free cash flow hypothesis*, dan perilaku oportunistik manajerial dalam perspektif teori keagenan sebagaimana yang telah diuraikan di atas, maka dapat dirumuskan pernyataan proporsi 2 sebagai berikut:

Proposisi 2: Perilaku Oportunistik Manajerial

Penggunaan *free cash flow* pada kegiatan-kegiatan yang bersifat konsumtif dan pada investasi-investasi yang hanya menurunkan tingkat risiko sangat berpotensi untuk menurunkan nilai perusahaan. Oleh karena itu perilaku oportunistik manajerial berdampak negatif terhadap nilai perusahaan.

Selanjutnya, secara piktografis pernyataan proposisi 2 di atas dapat disajikan dalam gambar sebagai berikut:

GAMBAR 2.2
MODEL PIKTOGRAFIS PROPOSISI 2



Sumber: Dikembangkan untuk disertasi ini

2.1.10 Analisis Lingkungan Strategis

Lingkungan bisnis telah dan sedang mengalami perubahan secara signifikan, perubahan tersebut diperkirakan akan semakin kompleks dan sulit untuk diprediksi, dan globalisasi merupakan salah satu penyebab utama semakin turbulennya lingkungan bisnis ini (Cascio, 1995). Kesesuaian antara strategi yang dipilih dan lingkungannya adalah sangat ditentukan oleh pusat manajemen strategis perusahaan (Luo et al, 2001). Selanjutnya, Hambrick (1983) dan Venkatraman dan Prescott (1990) menyatakan bahwa suatu keselarasan yang benar dan baik antara strategi yang

dipilih perusahaan dan lingkungannya akan membantu perusahaan dalam memaksimalkan manfaat ekonomi dari sumber daya yang dimilikinya, meningkatkan efektivitas operasi, dan meningkatkan pemenuhan tujuan yang strategis.

Sejumlah besar hasil penelitian telah menunjukkan pentingnya keselarasan antara strategi bisnis yang dipilih perusahaan dan lingkungan ini, baik secara teori maupun empiris, dan menyarankan bahwa kelayakan dari *strategy-environment* adalah memiliki implikasi kinerja yang kuat (misalnya, Miller dan Friesen, 1983; Tung, 1979; Tan dan Litschert, 1994; Venkatraman dan Prescott, 1990). Ketika lingkungan strategis ini semakin menunjukkan ketidakpastiannya dan menunjukkan semakin kompleks, maka pentingnya kelayakan dari *strategy-environment* ini adalah semakin besar (Wernerfelt dan Karnani, 1987).

Keberhasilan suatu organisasi menjalankan aktivitasnya yang semakin kompleks dan menghadapi persaingan yang semakin ketat dalam mencapai tujuannya akan sangat ditentukan oleh berbagai faktor, baik faktor-faktor eksternal maupun internal (Church dan McMahan, 1996; Zeffane, 1996). Salah satu yang perlu dikaji manajemen adalah perubahan lingkungan strategis, baik dalam skala global maupun domestik. Pada skala global, fenomena globalisasi merupakan indikasi kuat perubahan lingkungan strategis. Globalisasi merupakan proses di mana masyarakat dunia semakin terhubung (*interconnected*) satu sama lainnya dalam berbagai aspek kehidupan, seperti budaya, ekonomi, politik, teknologi, dan lingkungan.

Norman (2008) mengungkapkan bahwa secara mendasar fenomena global yang akan terus mewarnai, mempengaruhi, dan memberi dampak terhadap

lingkungan strategis saat ini diantaranya adalah: 1). Fluktuasi Harga Minyak Dunia, ditengah-tengah kondisi semakin terbatasnya cadangan minyak dunia, dihadapkan dengan semakin tingginya kebutuhan akan sumber daya strategis tersebut, kecenderungan meningkatnya harga minyak dunia tidak akan dapat dihindari; 2). Krisis Ekonomi, yang dialami negara-negara maju membawa dampak yang tidak dapat dihindari negara-negara berkembang, dan interkoneksi perekonomian internasional menyebabkan krisis ekonomi semakin rawan terjadi.

Fenomena perubahan lingkungan bisnis global yang terjadi dewasa ini menuntut organisasi untuk semakin kritis menyikapinya. Persaingan yang bersifat global dan tajam menyebabkan terjadinya pengurangan laba yang diperoleh perusahaan yang memasuki tingkat persaingan dunia. Keadaan ini memaksa manajemen mencari berbagai strategi baru yang menjadikan perusahaan mampu bertahan dan berkembang dalam persaingan tingkat dunia. Hanya perusahaan-perusahaan yang memiliki keunggulan pada tingkat dunialah yang mampu bertahan dan berkembang, yaitu perusahaan-perusahaan yang fleksibel dalam memenuhi kebutuhan konsumen, mampu menghasilkan produk yang bermutu, dan *cost effective* (Mulyadi, 1997 dalam Mirdah dan Tenaya, 2005).

Faktor-faktor internal organisasi merupakan variabel yang sepenuhnya berada di dalam organisasi meliputi sumber daya keuangan, kebijakan organisasional, praktik manajemen sumber daya manusia, manajemen dan struktur organisasi, juga akan menjadi penentu kesuksesan organisasi jika dapat dikendalikan dengan baik (Mirdah dan Tenaya, 2005). Selain itu, lingkungan dalam negeri, baik sosial, ekonomi,

maupun politik telah banyak mengalami perubahan, dan beberapa agenda pemerintah yang penting dan relevan untuk diantisipasi adalah, sebagai berikut:

- 1). Krisis ekonomi, yang berlarut-larut telah menguras banyak energi dan pengorbanan masyarakat, pengangguran meningkat, lingkungan hidup yang semakin rusak, infrastruktur tidak bisa dirawat dengan optimal, rendahnya pendayagunaan kapasitas terpasang industri, kemampuan ekspor yang terbatas dan masih tingginya ketergantungan terhadap barang-barang impor.
- 2). Lingkungan usaha yang belum kondusif, kepastian hukum, konsistensi kebijakan dan masalah ketenagakerjaan, merupakan faktor yang sangat penting dalam membentuk iklim usaha yang sehat dan kondusif guna mendorong pertumbuhan ekonomi dan menarik investasi.
- 3). Profesionalisme birokrasi, perubahan paradigma pembinaan oleh jajaran birokrasi terhadap dunia usaha industri, dari budaya penguasa ke arah budaya pelayanan publik yang lebih bersifat memfasilitasi pada saat ini dirasakan masih dalam proses transisi. Kondisi ini seiring dengan waktu langkah pembaruan kebijakan sistim politik administrasi dari arah desentralisasi menuju otonomi daerah.

Perkembangan lingkungan strategis nasional dan internasional yang dihadapi dewasa ini mensyaratkan perubahan paradigma pemerintahan, pembaruan sistem kelembagaan, peningkatan kompetensi sumber daya manusia dalam penyelenggaraan pemerintahan dan pembangunan bangsa serta hubungan antar bangsa yang mengarah pada terselenggaranya prinsip-prinsip tata kelola pemerintah yang baik (*Good Government Governance*). Edralin (1997) dalam Keban (2000) mengungkapkan

bahwa dalam beberapa tahun terakhir ini negara-negara sedang berkembang termasuk Indonesia diajak untuk memperbaiki kinerja pemerintahannya dengan mengadopsi doktrin “*good governance*” sebagaimana dipromosikan oleh World Bank, UNDP, United Nations dan beberapa agen internasional lainnya. Visi instansi yang jelas, bekerja efisien dan efektif, transparan dalam pengambilan keputusan, akuntabel dalam berbagai tindakan dan keputusan, menghormati hak asasi manusia, merupakan nilai-nilai utama yang perlu mendapatkan perhatian segera.

Isu hangat yang menarik perhatian para ekonom dan pelaku bisnis di Indonesia saat ini adalah tentang *Good Corporate Governance*. Sejak adanya krisis finansial di berbagai negara di tahun 1997-1998 yang diawali krisis di Thailand, Jepang, Korea, Indonesia, Malaysia, Hongkong dan Singapura yang akhirnya berubah menjadi krisis finansial Asia ini dipandang sebagai akibat lemahnya praktik *Good Corporate Governance* di negara-negara Asia (Arifin, 2005). Tujuan *Corporate Governance* menurut FCGI (2002) diantaranya adalah: 1) pemenuhan tujuan strategis perusahaan berupa peningkatan nilai saham dan value perusahaan; 2) pemenuhan tanggung jawab kepada *stakeholders* khususnya komunitas setempat; dan 3) dipatuhinya kerangka yuridis yang ada.

2.1.11 Teori dan Struktur *Corporate Governance*

Dimaksudkan dengan *corporate governance* sebenarnya berkaitan dengan masalah siapa yang mengendalikan perusahaan, dan mengapa itu terjadi (Bambang Riyanto L.S., 2003). Dari perspektif hukum, pemilik adalah pihak yang mempunyai kendali atas perusahaan. Tetapi kenyataan yang sering terjadi, manajer yang memiliki

kendali penuh atas perusahaan, sementara pemilik tidak dapat mempengaruhi jalannya perusahaan. Hal ini menjadi masalah karena dalam banyak kasus manajer kurang memberikan kontribusi terhadap pertumbuhan (kinerja) perusahaan. *Discretion* atas penggunaan *resources* perusahaan yang telah didelegasikan oleh pemilik kepada manajer tidak sepenuhnya digunakan untuk keperluan pemilik. Masalah ini muncul karena adanya pemisahan antara kepemilikan dan pengelola perusahaan. Ketika kepemilikan terdistribusi secara luas atau kepemilikan oleh masyarakat melalui pasar modal, menyebabkan pemilik semakin tidak dapat melakukan kontrol yang efektif terhadap manajer yang mengelola perusahaan.

Target kontrol adalah *discreation* dan *decisions* manajemen. Maksudnya, kontrol terhadap perusahaan diarahkan pada pengawasan perilaku manajer. Sehingga tindakan yang dilakukan manajer dapat dinilai apakah bermanfaat bagi perusahaan ataukah hanya bagi para manajer sendiri. Kontrol lebih diarahkan pada upaya pengelolaan perusahaan yang terbuka (transparansi), dapat dipertanggung jawabkan (*accountable*), dan ada proses *monitoring* (Bambang Riyanto L.S., 2003).

Perkembangan konsep *corporate governance* secara *mainstream* mendasarkan pada tiga landasan filosofis yaitu landasan *structural functionalist* dalam organisasi, landasan historis organisasi dan korporasi modern, dan landasan psikologis pihak-pihak yang berkepentingan dalam organisasi. Dari ketiga landasan fisiologis ini, teori *corporate governance* mempertimbangkan hal-hal seperti: (a) keharusan adanya aturan-aturan yang jelas; (b) keharusan adanya pemisahan antara aktivitas operasional dan pengendalian; dan (c) keberadaan berbagai kepentingan dan mekanisme politik

yang terdapat di dalam organisasi (Akhmad Syakhroza: 2003). Ketiga landasan tersebut dapat dijelaskan sebagai berikut:

a. Landasan filofofis

Landasan ini menentukan pada pendekatan *structural functionalist*, bahwa *corporate governance* merupakan suatu organisasi untuk memiliki aturan-aturan yang terstruktur sehingga mudah dipahami dan disosialisasikan kepada pihak-pihak yang berkepentingan terhadap aturan-aturan tersebut baik di dalam maupun di luar organisasi (Burrell dan Morgan, 1979), sehingga organisasi menjadi efektif dalam rangka memelihara penggunaan sumber daya secara optimal sesuai dengan tujuan jangka panjang. Pendekatan ini menjadikan perusahaan akan mempunyai sifat yang terbuka terhadap lingkungannya dan mampu mencapai hubungan yang harmonis agar dapat bertahan hidup dan mencapai tujuan perusahaan.

b. Landasan historis organisasi dan korporasi modern.

Suatu organisasi yang baik, mengharuskan adanya pemisahan yang tegas antara aktivitas operasional dengan aktivitas pengendalian. Dalam hal ini harus terdapat pemisahan antara *Board of Directors* sebagai representasi dari pemegang saham yang melakukan fungsi pengendalian atas operasional perusahaan dan *Board of Manajement - CEO* sebagai pihak yang menjalankan operasional perusahaan (Berle dan Means, 1933). Konsep *corporate governance* didominasi oleh masalah pemisahan antara kepemilikan dan pengelolaan di dalam perusahaan, yang dikenal dengan *agency theory*.

c. Landasan filosofis psikologis

Suatu organisasi harus dipandang sebagai kumpulan orang yang memiliki tingkah laku dan tujuan yang bervariasi dan kadangkala tingkah laku yang ada dalam organisasi cenderung menunjukkan ketidakkonsistenan satu dengan yang lainnya, apalagi dihubungkan dengan tujuan perusahaan (Akhmad Syakhroza: 2003). Terdapat perbedaan yang signifikan dalam suatu organisasi antara kepentingan *agent* sebagai pelaksana operasional organisasi yang cenderung memperkaya diri sendiri dengan kepentingan *principal* sebagai pemilik perusahaan yang berkeinginan agar supaya *agent* tetap terfokus kepada kepentingan *stockholders* yaitu mendapat keuntungan untuk perusahaan yang sebesar-besarnya (*attitudinal differences*).

Pemahaman terhadap *corporate governance* dapat dikategorikan menjadi dua perspektif yang sangat berbeda secara prinsipil, yaitu: (1) perspektif pemegang saham (*shareholding*); dan (2) perspektif berbagai pihak yang berkepentingan (*stakeholding*). Kedua perspektif ini dapat dijelaskan sebagai berikut: (Akhmad Syakhroza: 2003).

a. Perspektif pemegang saham

Suatu organisasi atau korporasi dipandang secara tradisional, bahwa perusahaan didirikan dan dioperasionalkan untuk tujuan memaksimumkan kesejahteraan pemegang saham sebagai akibat dari investasi yang dilakukannya.

b. Perspektif pihak-pihak yang berkepentingan

Suatu perusahaan dipandang sebagai organisasi yang berhubungan dengan berbagai pihak yang berkepentingan (*stakeholders*) lainnya, baik yang berada di

dalam maupun di luar perusahaan, yang tidak hanya memperhatikan kepentingan atau kesejahteraan pemegang saham.

Para akademisi telah mengembangkan berbagai model teoritis *corporate governance* yang bervariasi berdasarkan perspektif yang ada, di antaranya adalah: Hawley dan Williams (1996) mengembangkan empat model teoritis, yaitu (a) *the finance models*; (b) *the stewardship model*; (c) *the stakeholders models*; dan (d) *the political models*. Sementara Turnbull (1997) membagi model teoritis menjadi: (a) *the simple finance models*; (b) *the stewardship model*; (c) *the stakeholders models*; dan (d) *the political models*. Keasey dan Wright, 1997 membagi model teoritis *corporate governance* menjadi empat kategori, yaitu: (a) *the principal-agent* atau *the finance models*; (b) *the myopic market model*; (c) *the abuse of executive power model*; dan (d) *the stakeholders models*.

Berbagai model teoritis sebagaimana dikemukakan sebelumnya, secara esensial mereka mempunyai pandangan yang sama. Jika dilakukan kategorisasi secara lebih sederhana berbagai model tersebut dapat dikelompokkan menjadi *perspektif shareholding* dan *perspektif stakeholding*. Dua model pertama merupakan kelompok yang masuk kategori perspektif *shareholding*, karena mendasarkan asumsi yang sama, bahwa tujuan perusahaan untuk memaksimalkan kesejahteraan pemegang saham. Sementara dua model terakhir merupakan derivasi dari perspektif *shareholding*, karena keduanya menekankan pentingnya perusahaan memperhatikan kesejahteraan pihak lainnya (*stakeholders*) yang berhubungan dengan perusahaan.

Dengan demikian dapat dikatakan bahwa berbagai model teoritis di dalam *corporate governance* secara umum diwakili oleh perspektif *shareholding* dan *stakeholding*.

Berikut ini dijelaskan beberapa model teoritis yang dapat digunakan sebagai dasar untuk mengembangkan dan memformulasikan model-model *corporate governance* (Akhmad Syakhroza: 2003), yaitu:

a) *The finance models* atau *the principal-agent model*

Model ini mengasumsikan bahwa manajer akan selalu mempergunakan kesempatan (oportunistik) untuk lebih mementingkan dirinya dengan mengambil keuntungan sebelum memenuhi kepentingan pemegang saham. Hal ini menyebabkan biaya keagenan dalam bentuk beragam mekanisme seperti pemberian insentif dan pemberlakuan peraturan-peraturan. Keberadaan biaya keagenan akan menyebabkan pencapaian nilai perusahaan tidak dapat maksimal. Adanya perbedaan kepentingan yang memicu potensi konflik dalam hubungan keagenan, maka diperlukan *corporate governance* sebagai mekanisme pengendalian perusahaan yang terdiri dari mekanisme kontrol internal dan mekanisme eksternal atau pasar (*the market for corporate control*).

b) *The stewardship model*

Model ini mengasumsikan bahwa manajer memberikan jasa atau pelayanan dan bekerja yang baik kepada perusahaan untuk mencapai tingkat laba dan tingkat pengembalian yang tinggi kepada pemegang saham. Organisasi dipandang sebagai kumpulan manusia cerdas yang selalu berorientasi kepada pencapaian tujuan organisasi, sehingga dalam hal ini manajer dapat termotivasi oleh prestasi dan

kebutuhannya akan tanggung jawab dan bekerja dengan inisiatif sendiri. Pada kondisi ini peranan dewan komisaris sebagai pengawas direksi mungkin menjadi tidak efektif.

c) *The myopic market model*

Model ini mendasarkan pada asumsi bahwa informasi tersedia secara lengkap dan sempurna. Artinya pasar dalam kondisi efisien tanpa ada informasi yang tidak simetris. Pasar mempunyai kemampuan memberikan informasi yang sebesar-besarnya tanpa terdapat distorsi, sehingga pasar dapat berfungsi sebagai mekanisme kontrol yang efektif terhadap perilaku pengelola atau pengurus perusahaan.

d) *The stakeholders model*

Model ini mendasarkan pada asumsi bahwa perusahaan merupakan sistem jaringan *stakeholders* yang beroperasi di dalam sistem yang lebih besar, dalam hal ini masyarakat yang menyediakan infrastruktur pasar dan hukum untuk aktivitas-aktivitas perusahaan. Tujuan perusahaan adalah menciptakan nilai (*value*) untuk seluruh *stakeholders* di dalam masyarakat dengan menciptakan barang dan jasa. Dalam model *stakeholders*, perusahaan memperhatikan dan mempertimbangkan investor, karyawan, supplier, konsumen dan *stakeholders* secara keseluruhan yang telah memberikan kontribusi sekaligus mendapatkan keuntungan dari perusahaan. Dengan demikian diperlukan *corporate governance* sebagai suatu sistem yang dirancang untuk memungkinkan dilakukannya *check and balance mechanisms* dalam menjamin terpeliharanya keseimbangan internal perusahaan dengan keseimbangan eksternal dalam hal ini pihak-pihak di luar perusahaan.

e) *The political model*

Pada model ini, alokasi kekuasaan dalam perusahaan, *privilege*, atau alokasi laba di antara pemilik, manajer dan *stakeholders* lainnya ditentukan berdasarkan mekanisme politik, melalui peran penting pemerintah. Alokasi kekuasaan ini tidak hanya dilihat dari perspektif budaya organisasi, tetapi juga budaya yang melingkupi organisasi. Konsekuensinya efektivitas model *corporate governance* juga ditentukan oleh kesesuaiannya dengan budaya yang berlaku. Sehingga pengembangannya harus disesuaikan dengan konteks dimana *corporate governance* akan diterapkan.

Definisi untuk memahami *corporate governance* sangat beragam. Turnbull (1997) memberikan definisi *corporate governance* adalah suatu sistem tata kelola yang diselenggarakan dengan mempertimbangkan semua faktor yang mempengaruhi proses institusional, termasuk faktor-faktor yang berkaitan dengan fungsi regulator (Akhmad Syakhroza: 2003). Sedangkan *Forum for Corporate Governance in Indonesia* (FCGI, 2001) mendefinisikan *corporate governance* adalah: “Seperangkat peraturan yng menetapkan hubungan antara pemegang saham, pengurus, pihak kreditur, pemerintah, karyawan serta para pemegang kepentingan intern dan ekstern lainnya sehubungan dengan hak-hak dan kewajiban mereka, atau dengan kata lain sistem yang mengarahkan dan mengendalikan perusahaan. Tujuan *corporate governance* ialah untuk menciptakan pertambahan nilai bagi pihak pemegang kepentingan.”

Lebih jauh Shleifer dan Vishny (1997) mengemukakan bahwa *corporate governance* merupakan suatu mekanisme yang dapat digunakan untuk memastikan

bahwa *supplier* keuangan atau pemilik modal perusahaan memperoleh pengembalian atau *return* dari kegiatan yang dijalankan oleh manajer, atau dengan kata lain bagaimana *supplier* keuangan perusahaan melakukan pengendalian terhadap manajer.

Berdasarkan pada beberapa definisi *corporate governance* seperti yang telah dikemukakan sebelumnya, dapat dikatakan bahwa *corporate governance* merupakan suatu sistem atau mekanisme yang dibangun melalui peraturan-peraturan dan faktor-faktor lain yang berpengaruh untuk mengarahkan dan mengendalikan jalannya perusahaan serta memastikan bahwa semua pihak yang berkepentingan bertindak sesuai dengan hak dan kewajibannya.

Konflik kepentingan sebagaimana dijelaskan dalam teori keagenan antara pihak-pihak di dalam perusahaan yang mempengaruhi perilaku perusahaan dalam berbagai cara yang berbeda merupakan masalah keagenan atau *agency problem* (Jansen dan Warner, 1988). Konflik ini dapat muncul antara pemegang saham (pemilik) dan *stakeholders* perusahaan berdasarkan distribusi kekuasaan dalam organisasi (Shleifer dan Vishny, 1986).

Masalah keagenan akan lebih sering muncul pada perusahaan dengan kepemilikan yang sangat terdispersi dan lebih merupakan kelompok yang sangat kecil yang tidak lagi tertarik untuk memantau kinerja manajemen secara efektif. Akibatnya pemegang saham memiliki kekuasaan yang sangat kecil untuk dapat mengendalikan perilaku manajemen dalam hal pengambilan keputusan yang pada akhirnya dapat merugikan kepentingan pemegang saham. Situasi seperti ini diperlukan *corporate governance* sebagai mekanisme pengendali (*disciplinary forces control mechanism*)

yang lebih efektif untuk menyelaraskan kepentingan pemegang saham dan kepentingan manajemen.

Weak governance dari perspektif *agency theory*, sebenarnya merupakan bagian dari *agency problem*, dan mencerminkan adanya perbedaan kepentingan (*divergence of interests*) antara prinsipal (pemilik) dan agen (manajemen). Agen yang *risk averse* dan cenderung mementingkan dirinya sendiri (*self-serving behavior*) akan mengalokasikan *resources* atau melakukan investasi yang tidak meningkatkan nilai perusahaan. Di samping itu, agen juga *shirking* dengan cara menyalahgunakan (*abuse*) *resources* dalam bentuk *pecuniary* (diukur dengan uang) dan *non-pecuniary benefits*. Tindakan yang merugikan perusahaan ini dapat terjadi karena adanya *information asymmetry* antara prinsipal dan agen berkaitan dengan masalah yang berhubungan dengan organisasi, dan prinsipal kesulitan untuk mengetahui apakah agen sudah bertindak sebagaimana mestinya (Eisenschardt, 1989).

Mekanisme pengelolaan (*governing mechanism*) dapat berupa struktur dan sistem pengelolaan, infrastruktur pengelolaan, dan *external pressure*. Tujuannya adalah mendorong pengelolaan perusahaan yang terbuka (*transparent*) dan *accountable* sehingga pemegang saham mempunyai kesempatan untuk mengkaji berbagai keputusan dan dasar pengambilan keputusan tersebut, serta menilai keefektifan keputusan yang telah diambil oleh manajemen. Jadi baik tidaknya *corporate governance* dapat dinilai dari dua dimensi utama (Bambang Riyanto L.S., 2003) yaitu: keterbukaan dan akuntabilitas.

Corporate governance tidak dapat dilepaskan dari perspektif kekuasaan (*power*) seperti terefleksikan pada kebutuhan pengambilan keputusan. Tindakan manajerial muncul jika ada informasi yang relevan, akurat dan tepat waktu, dan tindakan tersebut akan dapat terlaksana jika ada kekuasaan yang mendukungnya. Di samping itu perspektif kekuasaan memberikan landasan untuk memperhatikan pentingnya pemisahan kekuasaan dan pengendalian di dalam perusahaan secara tepat untuk menciptakan mekanisme *check and balance* yang efektif. Cara yang paling efisien dalam rangka untuk mengurangi terjadinya konflik kepentingan dan memastikan pencapaian tujuan perusahaan, diperlukan keberadaan peraturan dan mekanisme pengendalian yang secara efektif mengarahkan kegiatan operasional perusahaan serta kemampuan untuk mengidentifikasi pihak-pihak yang mempunyai kepentingan yang berbeda. Mekanisme pengendalian internal dalam perusahaan antara lain struktur kepemilikan dan pengendalian yang dilakukan oleh dewan komisaris dalam hal ini komposisi dewan.

2.1.12 Struktur *Corporate Governance* dan Kebijakan Dividen

Shleifer dan Vishny (1986) dan Allen, Bernardo, dan Welch (2000) mencatat bahwa investor lembaga lebih suka memiliki saham-saham dari perusahaan yang membuat pembayaran-pembayaran dividen secara regular, dan berpendapat bahwa investor-investor kelembagaan (*institutional ownership*) yang besar itu adalah lebih mau dan mampu memonitor manajemen perusahaan dibanding dengan investor-investor kelembagaan yang lebih kecil dan kepemilikan-kepemilikan yang tersebar. Sebagai hasilnya, kebijakan-kebijakan dividen perusahaan dapat dikhususkan untuk

menarik investor-investor lembaga, yang pada gilirannya mungkin memperkenalkan praktek *corporate governance* (Kowalewski et al., 2007)

Data menyatakan suatu hubungan yang positif antara *dividend payouts* dan praktek *corporate governance*, hal ini menunjukkan bahwa perusahaan-perusahaan akan membayar dividen-dividen lebih tinggi apabila hak-hak pemegang saham dilindungi dengan lebih baik. Hasil penelitian yang telah dilakukan mendukung hipotesis bahwa di dalam perusahaan yang menyediakan hak-hak pemegang saham minoritas yang kuat, kekuasaan sering digunakan untuk mengusahakan suatu pembayaran dividen, terutama ketika peluang investasi bersifat lemah. Sebagai suatu hasil, perusahaan dengan hak-hak pemegang saham yang lemah akan membayar dividen dengan kurang bermurah hati (dividen tidak dibayarkan atau dibayarkan dengan *payout ratio* yang kecil) dibandingkan dengan yang dilakukan oleh perusahaan-perusahaan dengan standar-standar *corporate governance* yang tinggi (Kowalewski et al., 2007).

Kowalewski, Stetsyuk, dan Talavera (2007) melakukan studi dengan tujuan untuk menjelajah faktor penentu dari kebijakan dividen dan untuk menguji apakah praktek-praktek mekanisme *corporate governance* menentukan kebijakan dividen. Studi dilakukan terhadap 110 perusahaan yang tercatat di *Warsaw Stock Exchange* (WSE) di Polandia antara tahun 1998 sampai dengan tahun 2004. Untuk mengukur kekuatan dari *corporate governance* pada tingkat perusahaan, Kowalewski et al., (2007) menggunakan konsep *Transparency Disclosure Index* (TDI). Hasil dari studi ini, untuk faktor penentu dari kebijakan dividen, menyimpulkan bahwa perusahaan-

perusahaan yang lebih besar dalam ukuran *assets* dan perusahaan-perusahaan yang lebih *profitable* tanpa peluang-peluang investasi yang bagus membayar *dividends* lebih tinggi. Perusahaan-perusahaan yang lebih berisiko dan berhutang (*indebted*) lebih menyukai untuk membayar *dividends* lebih rendah. Selanjutnya hasil studi dari Kowalewski, Stetsyuk, dan Talavera (2007) memberikan bukti bahwa perusahaan-perusahaan yang tercatat di Polandia dimana praktek-praktek *corporate governance* adalah tinggi dan sebagai suatu konsekuensinya adalah hak-hak pemegang saham adalah kuat, maka *payout dividends* adalah lebih tinggi. Hasil penelitian ini adalah sejalan dengan anggapan bahwa ketika para pemegang saham mempunyai hak-hak yang lebih tinggi, mereka dapat menggunakan kekuatan mereka untuk mempengaruhi kebijakan dividen.

Jiraporn dan Ning (2006) melakukan penelitian dengan tujuan; pertama, untuk mengungkap apakah biaya keagenan sebagai suatu faktor penentu dari kebijakan dividen dan; kedua, untuk menguji bagaimana *dividends* berhubungan dengan kekuatan dari hak-hak pemegang saham. Studi ini menggunakan sampel yang terbatas pada tahun di mana *Investor Responsibility Research Center* (IRRC) mempunyai data atas *corporate governance*. Jiraporn dan Ning (2006) menggunakan data dari tahun 1993, 1995, 1998, 2000, dan 2002. Menghapus perusahaan-perusahaan yang data akuntansinya tidak tersedia di dalam COMPUSTAT, serta perusahaan-perusahaan keuangan dengan kode SIC antara 6000 dan 6999 mereka dikeluarkan karena mempunyai perbedaan karakteristik akuntansi dan keuangan. Dengan demikian sampel akhir hanya terdiri dari 3732 perusahaan-tahun yang

diamati. Bukti menunjukkan suatu hubungan yang terbalik antara *dividend payouts* dan hak-hak pemegang saham, misalkan perusahaan-perusahaan membayar *dividends* yang lebih tinggi ketika hak-hak pemegang saham lebih dalam tekanan. Kesimpulan dari hasil penelitian Jiraporn dan Ning (2006) adalah konsisten dengan *substitution hypothesis* (La Porta, Lopez-De Salinas, Shleifter, Vishney 2000), yang berpendapat bahwa perusahaan dengan hak-hak pemegang saham yang lemah membutuhkan untuk membuat suatu reputasi bukan untuk mengeksploitasi para pemegang saham. Sebagai suatu hasil, perusahaan-perusahaan itu membayar *dividends* lebih bermurah hati daripada yang dilakukan perusahaan-perusahaan dengan hak-hak pemegang saham yang kuat. Dengan kata lain, *dividends* merupakan substitusi untuk hak-hak pemegang saham. Lebih lanjut, ada beberapa bukti bahwa peraturan mempengaruhi hubungan antara *dividends* dan hak pemegang saham.

Mehar (2006) melakukan studi dengan tujuan untuk menguji pengaruh *corporate governance* yang diwakili oleh variabel-variabel independen, yaitu *net current assets*, *net profit after tax*, kepemilikan oleh manajemen, pajak perusahaan, bonus saham, dan variabel *dummy* untuk perusahaan kimia atau farmasi, terhadap kebijakan dividen, yaitu dividen yang diumumkan dalam setahun. Teknik *ordinary least square* diterapkan dalam studi ini, dan digunakan untuk mengestimasi melalui *pooled data* terhadap laporan keuangan tahunan yang telah diaudit dari 180 perusahaan yang tercatat pada *Karachi Stock Exchange* (KSE) di Pakistan. Laporan keuangan yang dianalisis meliputi periode dari tahun 1981 sampai tahun 2002 memberi Mehar (2006) sebanyak 3960 observasi. Hasil penelitian Mehar (2006) ini

adalah dapat mengungkapkan bahwa tingkat likuiditas berpengaruh negatif terhadap pembayaran dividen, dalam jangka panjang hanya 23% keuntungan yang dibayarkan sebagai dividen, pembayaran dividen pada sektor farmasi relatif lebih tinggi dibandingkan dengan sektor lain, dan konsentrasi kepemilikan merupakan suatu faktor penting dari pembayaran dividen. Selanjutnya hasil studi mendukung hipotesis yang menyatakan bahwa perusahaan-perusahaan memulai untuk membayar dividen setelah suatu tingkat tertentu dari pertumbuhan, dan untuk tahap awal perusahaan-perusahaan lebih berkonsentrasi pada laba ditahan.

Mitton (2004) melakukan penelitian dengan tujuan untuk mengetahui pengaruh mekanisme *corporate governance* terhadap kebijakan dividen. Untuk mengukur kekuatan dari *corporate governance* pada tingkat perusahaan Mitton (2004) menggunakan penilaian *corporate governance* yang dikembangkan oleh *Credit Lyonnais Securities Asia* (CLSA, 2001), penilaian para analis CLSA tentang kinerja dari perusahaan-perusahaan *emerging market* pada 57 permasalahan dalam tujuh wilayah dari *corporate governance*. Penilaian ini telah digunakan dalam beberapa studi untuk menguji dampak dari *corporate governance* pada kinerja perusahaan. Dalam menilai perusahaan-perusahaan, para analis hanya membutuhkan tanggapan secara *binary* (yes/no) untuk masing-masing dari permasalahan, dalam suatu upaya untuk mengurangi subyektivitas. Perusahaan-perusahaan kemudian diberi suatu gabungan penilaian berdasarkan pada skor-skor mereka dalam wilayah *management discipline*, *transparency*, *independency*, *accountability*, *responsibility*, *fairness*, dan *social responsibility*. Enam wilayah pertama mempunyai suatu bobot

15% dalam skor gabungan, dan *social responsibility* mempunyai suatu bobot 10%. Sampel yang digunakan dalam penelitian ini terdiri dari 365 perusahaan dari 19 negara yang mempunyai pasar modal yang sedang berkembang, dengan menggunakan data keuangan periode tahun 2001. Hasil penelitian Mitton (2004) memperlihatkan bahwa perusahaan-perusahaan dengan *corporate governance* yang lebih kuat mempunyai *dividend payout* yang lebih tinggi, hal ini konsisten dengan model-model keagenan dari dividen. Sebagai tambahan, hubungan negatif antara *dividend payout* dan kesempatan pertumbuhan adalah lebih kuat diantara perusahaan-perusahaan dengan *governance* yang lebih baik. Mitton (2004) juga memperlihatkan bahwa perusahaan-perusahaan dengan *governance* yang lebih kuat adalah lebih *profitable*, tetapi *profitability* yang lebih besar itu dijelaskan hanya sebagian dari dividen yang lebih tinggi. Hubungan positif antara *corporate governance* dan *dividend payout* adalah terbatas terutama pada negara-negara dengan proteksi kuat terhadap para investornya, disarankan bahwa tingkatan dari *corporate governance* perusahaan dan tingkatan proteksi negara terhadap investor adalah bersifat komplementer dari pada sebagai substitusi.

2.1.13 Kepemilikan Saham dan Keanggotaan Dewan Komisaris sebagai Struktur *Corporate Governance*

Menurut *World Bank* (1999) mekanisme pengendalian *corporate governance* dibagi menjadi dua, yaitu mekanisme eksternal dan internal. Mekanisme eksternal antara lain terdiri dari: pasar modal, pemberi dana, konsumen, dan *regulator*. Mekanisme internal antara lain terdiri dari: dewan komisaris termasuk komite-komite

di bawahnya, dewan direksi, manajemen, dan para pemegang saham. Hal ini adalah sejalan dengan Wals dan Seward (1990) yang menyatakan bahwa secara umum dikenal dua mekanisme kontrol yaitu mekanisme kontrol eksternal dan mekanisme kontrol internal. Mekanisme kontrol eksternal merupakan pengendalian perusahaan berdasarkan mekanisme pasar (*the market for corporate control*) yaitu dengan melalui efektifitas pasar modal (Fama dan Jensen, 1983), pasar produk dan jasa (Grossman dan Hart, 1982), serta pasar sumber daya manajerial (*the managerial labor market*) (Fama, 1980). Mekanisme kontrol internal perusahaan antara lain terdiri dari pengendalian yang dilakukan oleh dewan komisaris (Fama dan Jensen, 1983) atau melalui skema insentif yang menarik dan kompetitif untuk manajemen (Fama, 1980).

Denis, Diane dan Atulya Sarin (1999), Demsets dan Lehn (1985), menyatakan bahwa salah satu bentuk atau mekanisme *corporate governance* yang dapat digunakan untuk menyamakan kepentingan *principal* dan *agent* adalah konsentrasi kepemilikan. Terkonsentrasinya kepemilikan, principal mempunyai insentif untuk memonitor *agent*, agar mereka bertindak selaras dengan kepentingan pemilik. Penelitian ini lebih memfokuskan pada mekanisme pengendalian internal, tepatnya disebut struktur *corporate governance*, karena menunjukkan keberadaan atau komposisi dari masing-masing mekanisme pengendalian internal, khususnya pada struktur kepemilikan dan dewan komisaris. Struktur kepemilikan terdiri dari kepemilikan institusional dan kepemilikan manajerial, sedangkan dewan komisaris terdiri dari komposisi dewan komisaris dan ukuran dewan komisaris.

Studi-studi yang ada sering kali gagal untuk menemukan bahwa *corporate governance* secara statistik signifikan berpengaruh terhadap kinerja perusahaan di negara-negara yang sudah berkembang. Bahkan ketika hasil-hasil yang *significant* dilaporkan, mereka seringkali dalam skala ekonomis kecil (Gompers, Ishii dan Metrick, 2003). Apabila dibandingkan, mungkin dalam perekonomian transisi akan menawarkan lahan yang lebih subur untuk studi ini. Lebih ditegaskan lagi oleh Black (2001) yang berpedapat bahwa pengaruh secara substansial adalah seperti yang akan ditemukan dalam perekonomian yang sedang berkembang (*emerging economies*), yang sering kali mempunyai aturan-aturan lebih lemah dan penyimpangan-penyimpangan yang lebih luas diantara perusahaan dalam praktek-praktek *corporate governance* (Kowalewski, et al, 2007).

2.1.13.1 Kepemilikan Saham sebagai Struktur *Corporate Governance*

Teori manajemen keuangan telah banyak membuktikan bahwa kepemilikan saham akan berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Hal ini sekaligus mematahkan paradigma lama yang mengatakan sebaliknya. Bukti teoritis maupun empiris secara awal telah ditunjukkan oleh Berle dan Means (1933) dalam Navissi dan Naiker (2006); dan Jensen dan Meckling (1976), yang menemukan bukti bahwa nilai perusahaan merupakan fungsi dari distribusi dengan proporsi tertentu atas kepemilikan oleh *insiders* dan *outsiders*. Hasil penelitian ini selanjutnya juga didukung oleh Romano (1996) dalam Navissi dan Naiker (2006); dan Cyert et al. (1998) dalam Navissi dan Naiker (2006), yang menemukan bukti bahwa kepemilikan tunggal dan dominan (*blockholder*) memiliki pengaruh signifikan terhadap nilai

perusahaan. Dalam hal ini Holderness dan Sheehan (1988) secara spesifik menemukan pengaruh positif signifikan *blockholder* terhadap *return* saham di pasar saham. Disamping *return* saham, beberapa penelitian mencoba menggunakan *proxy* berdasarkan penghitungan akuntansi (*accounting based value*) sebagai ukuran nilai perusahaan. Crystal (1991) dalam Navissi dan Naiker (2006); Jensen (1993) dan Byrne (1996) menemukan bahwa semakin tinggi kepemilikan *insiders* maka semakin tinggi nilai perusahaan, yang ditunjukkan dengan semakin tingginya nilai *Tobin's q*. Bukti empiris tersebut juga didukung oleh McConnell dan Servaes (1990).

Teori keagenan (*agency theory*) memunculkan argumentasi terhadap adanya konflik antara pemilik yaitu pemegang saham dengan manajer. Konflik tersebut muncul sebagai akibat perbedaan kepentingan diantara kedua belah pihak. Kepemilikan *managerial* atau kepemilikan *insider* kemudian dipandang sebagai mekanisme kontrol yang tepat untuk mengurangi konflik tersebut. Dalam hal ini kepemilikan *insider* dipandang dapat menyamakan kepentingan antara pemilik dan manajer, sehingga semakin tinggi kepemilikan *insider* akan semakin tinggi pula nilai perusahaan. Namun demikian Demsetz (1983); dan Fama dan Jensen (1983) menemukan adanya titik balik (*turning point*) dalam tahap atau *stage* tertentu, yang menunjukkan bahwa hubungan tersebut tidak selalu linier-positif. Dalam kepemilikan *insider* yang relatif rendah efektifitas kontrol dan kemampuan menyamakan kepentingan antara pemilik dan manajer akan berdampak signifikan terhadap nilai perusahaan. Namun demikian pada kepemilikan *insider* yang tinggi dan cenderung mengarah pada kepemilikan *blockholder* mekanisme tersebut akan berkurang

efektifitasnya. Kondisi ini memunculkan hipotesis *Entrenchment*, yang menyatakan kepemilikan *insider* yang tinggi akan berdampak pada munculnya kecenderungan manajer untuk bertindak demi kepentingannya sendiri. Hal ini terjadi disebabkan hak voting dan *bargaining power* yang semakin tinggi yang dimiliki oleh *insider* dalam penentuan kebijakan sehingga mengakibatkan pemilik tidak mampu menjalankan mekanisme kontrol dengan baik. Kondisi ini berdampak pada penurunan nilai perusahaan karena terjadi ketidaksamaan kepentingan antara manajer dan pemilik yaitu pemegang saham minoritas.

Shleifer dan Vishny (1986) dan Allen, Bernardo, dan Welch (2000) berpendapat bahwa investor-investor institusional yang besar itu adalah lebih mau dan mampu memonitor manajemen perusahaan dibanding dengan investor-investor institusional yang lebih kecil dan kepemilikan-kepemilikan yang tersebar. Agrawal dan Mandelker (1990) menyatakan bahwa investor institusional memiliki peran penting sebagai pengawas eksternal di pasar saham. Mereka mengemukakan pula bahwa para investor institusional memberikan jasa pengawasan yang berarti serta bertindak sebagai pembatas bagi perilaku oportunistik dari manajerial perusahaan.

Dalam hal kepemilikan manajerial, Shleifer dan Vishny (1986) menyatakan bahwa kepemilikan saham yang besar dari segi nilai ekonomisnya memiliki insentif untuk memonitor. Secara teoritis ketika kepemilikan manajemen rendah, maka insentif terhadap kemungkinan terjadinya perilaku oportunistik manajer akan meningkat. Kepemilikan saham oleh pihak manajemen perusahaan dipandang dapat menyelaraskan potensi perbedaan kepentingan antara pemegang saham luar dengan

manajemen (Jansen dan Meckling, 1976). Sehingga permasalahan keagenan diasumsikan akan hilang apabila seorang manajer adalah juga sekaligus sebagai seorang pemilik.

Jensen dan Meckling (1976), Mao (2003), Pawlina dan Renneboog (2005), dan Chen et al. (2006) mengungkapkan bahwa untuk mengurangi *agency problem*, pihak pemegang saham dapat membatasi kegiatan agen melalui pemberian insentif yang tepat, seperti peningkatan kepemilikan saham perusahaan oleh manajemen. Hal ini dapat diartikulasikan bahwa bahwa proporsi kepemilikan manajer atas saham perusahaan adalah untuk mengatasi konflik keagenan di dalam perusahaan, karena dengan melakukan pendanaan eksternal untuk meningkatkan proporsi kepemilikan manajer atas saham perusahaan dapat memberikan insentif bagi manajer (*equity holders' risk-shifting incentive*).

Jansen dan Meckling (1976), menyatakan bahwa biaya keagenan dapat dikurangi dengan cara meningkatkan kepemilikan saham oleh pihak internal (*insider ownership*) dalam perusahaan. Kepemilikan saham oleh pihak internal, akan memaksa para manajer untuk menanggung risiko dari kekayaan yang mereka miliki sebagai konsekwensi bila melakukan kesalahan dalam mengelola perusahaan. Dengan demikian, para manajer akan semakin hati-hati dalam menempatkan dana untuk melakukan investasi, semakin hati-hati pula dalam menggunakan sumber dana untuk membiayai proyek investasi tersebut, dan berusaha meminimumkan biaya keagenan yang pada gilirannya akan meningkatkan nilai perusahaan. Beberapa peneliti yang telah membahas hubungan antara struktur kepemilikan perusahaan dengan penciptaan

nilai nilai dan atau kinerja perusahaan adalah (Jensen dan Meckling, 1976; Cho, 1998; Iturriaga dan Sanz, 1998; Cole dan Mehran, 1998; Eisenberg et al., 1998; Banhart dan Rosenstien, 1998; Fuers dan Kang, 2000).

Struktur kepemilikan dapat dijelaskan dari dua sudut pandang (Iturriaga dan Sanz, 1998) yaitu pendekatan keagenan (*agency approach*) dan pendekatan ketidakseimbangan informasi (*asymmetric information approach*). Pendekatan keagenan menganggap struktur kepemilikan sebagai sebuah *instrument* untuk mengurangi konflik kepentingan diantara berbagai pemegang klaim. Pendekatan *asymmetric information* memandang mekanisme struktur kepemilikan sebagai suatu cara untuk mengurangi ketidakseimbangan informasi antara *insiders* dan *outsiders* melalui pengungkapan informasi di dalam pasar modal (Leland dan Pyle, 1997).

2.1.13.2 Keanggotaan Dewan Komisaris sebagai Struktur *Corporate Governance*

Jensen (1993) dan Lipton dan Lorsch (1992) dalam Beiner, Drobetz, Schmid dan Zimmermann (2003) merupakan yang pertama menyimpulkan bahwa ukuran dewan komisaris merupakan bagian dari mekanisme *corporate governance*. Hal ini diperkuat oleh pendapat Allen dan Gale (2000) dalam Beiner *et al.* (2003) yang menegaskan bahwa dewan komisaris merupakan mekanisme *corporate governance* yang penting. Mereka juga menyarankan bahwa dewan komisaris yang ukurannya besar kurang efektif dibandingkan dengan dewan komisaris yang ukurannya kecil. Penelitian yang dilakukan Yermack (1996), Beasley (1996) dan Jensen (1993) juga menyimpulkan bahwa dewan komisaris yang berukuran kecil akan lebih efektif dalam melakukan tindakan pengawasan dibandingkan dewan komisaris yang

berukuran besar. Ukuran dewan komisaris yang besar dianggap kurang efektif dalam menjalankan fungsinya karena sulit dalam komunikasi, koordinasi serta dalam pembuatan keputusan.

Fama dan Jensen (1983) menyatakan bahwa *non-executive director* (komisaris independen) dapat bertindak sebagai penengah dalam perselisihan yang terjadi diantara para manajer internal, mengawasi kebijakan manajemen, dan memberikan nasihat kepada manajemen. Komisaris independen merupakan posisi terbaik untuk melaksanakan fungsi monitoring agar tercipta perusahaan yang *good corporate governance*. Jiraporn dan Ning (2006) menyatakan bahwa dewan komisaris adalah suatu mekanisme *corporate governance* yang penting. Oleh karenanya, pengembangan dari konflik keagenan mungkin dipengaruhi oleh komposisi dari anggota dewan komisaris. Perusahaan dengan hak-hak pemegang saham yang lemah mungkin tidak terlalu menderita biaya keagenan apabila mereka mempunyai dewan komisaris yang kuat. Kekuatan dari dewan komisaris adalah lebih ditunjukkan dengan komposisi keanggotaan dari dewan komisarias yang bersifat independen.

Bennedsen (2002) menyatakan bahwa perusahaan akan mempunyai dua motif untuk memiliki dewan direksi, kedua motif yang dimaksud adalah (1) motif *governance* (penciptaan nilai perusahaan) dan (2) motif distributif (membatasi kepentingan *controlling owner*). Luoma dan Goodstein (1999) menjelaskan bahwa ada tiga dimensi dari struktur dan komposisi dewan direktur yang sangat penting dalam merefleksikan tingkatan yang diberikan kepada kepentingan *stakeholders* sebagai institusional dan diintegrasikan ke dalam pembuatan keputusan dalam

perusahaan, antara lain adalah dewan direksi perusahaan yang berasal dari *stakeholder* merefleksikan kepentingan stakeholder dalam *corporate governance* dan dalam pengambilan keputusan (Jones dan Goldberg, 1982). Penelitian yang dilakukan Klein (1998) menyimpulkan bahwa ada hubungan yang positif dan signifikan antara kinerja perusahaan dan komposisi dewan direksi akan tetapi penelitiannya juga menemukan adanya hubungan yang tidak sistematis jika dewan direksi digolongkan ke dalam kelompok *insiders*, *outsiders* dan *aviliates*. Mak dan Li (2000) menyimpulkan bahwa secara keseluruhan kepemilikan saham dan struktur dewan direksi adalah berhubungan serta adanya suatu saling keterkaitan diantara karakteristik dewan direksi.

2.1.14 *Corporate Social Responsibility* sebagai *Good Corporate Governance*

Pada tanggal 16 Agustus 2007, pemerintah telah mengesahkan peraturan yang mengatur tentang Perseroan Terbatas yaitu Undang-undang No. 40 Tahun 2007 yang menggantikan UU Perseroan Terbatas No. 1 Tahun 1995. Keberadaan Undang-undang Perseroan Terbatas tersebut diharapkan mampu menjamin terselenggaranya iklim usaha yang kondusif, dimana Perseroan Terbatas sebagai suatu pilar pembangunan perekonomian perlu diberikan landasan hukum untuk lebih memacu pembangunan nasional. Pembaharuan Undang-undang Perseroan Terbatas No. 40 Tahun 2007 ini salah satunya adalah untuk mendukung implementasi dari *Good Corporate Governance* (GCG).

Tujuan *Good Corporat Governance* (GCG) pada intinya adalah menciptakan nilai tambah bagi semua pihak yang berkepentingan (Arifin, 2005). Pihak-pihak

tersebut adalah pihak internal yang meliputi dewan komisaris, direksi, karyawan, dan pihak eksternal yang meliputi investor, kreditur, pemerintah, masyarakat dan pihak-pihak lain yang berkepentingan (*stakeholders*). Dalam praktiknya *Corporate Governance* (CG) ini berbeda di setiap negara dan perusahaan karena berkaitan dengan sistem ekonomi, hukum, struktur kepemilikan, sosial dan budaya. Perbedaan praktik ini menimbulkan beberapa versi yang menyangkut prinsip-prinsip CG, namun demikian pada dasarnya adalah mempunyai banyak kesamaan.

Cadbury Report (1992 dalam Arifin, 2005) menyatakan bahwa prinsip utama GCG adalah: keterbukaan, integritas dan akuntabilitas. Sedangkan menurut *Organization for Economic Corporation and Development* (OECD), prinsip dasar GCG adalah: kewajaran (*fairness*), akuntabilitas (*accountability*), transparansi (*transparency*), dan tanggungjawab (*responsibility*). Prinsip-prinsip tersebut digunakan untuk mengukur seberapa jauh GCG telah diterapkan dalam perusahaan. Adapun, penjelasan untuk ke empat prinsip dasar tersebut adalah sebagai berikut:

1. Kewajaran (*fairness*). Prinsip kewajaran menekankan pada adanya perlakuan dan jaminan hak-hak yang sama kepada pemegang saham minoritas maupun mayoritas, termasuk hak-hak pemegang saham asing serta investor lainnya. Praktik kewajaran juga mencakup adanya sistem hukum dan peraturan serta penegakannya yang jelas dan berlaku bagi semua pihak. Prinsip kewajaran ini dimaksudkan untuk mengatasi masalah yang timbul dari adanya hubungan kontrak antara pemilik dan manajer karena diantara kedua pihak tersebut memiliki kepentingan yang berbeda (*conflict of interest*).

2. Akuntabilitas (*accountability*). Prinsip akuntabilitas berhubungan dengan adanya sistem yang mengendalikan hubungan antara unit-unit pengawasan yang ada di perusahaan. Akuntabilitas dilaksanakan dengan adanya dewan komisaris dan direksi independen, dan komite audit. Akuntabilitas diperlukan sebagai salah satu solusi mengatasi *Agency Problem* yang timbul antara pemegang saham dan direksi serta pengendaliannya oleh komisaris.
3. Transparansi (*transparency*). Prinsip dasar transparansi berhubungan dengan kualitas informasi yang disajikan oleh perusahaan. Kepercayaan investor akan sangat tergantung dengan kualitas informasi yang disampaikan perusahaan. Oleh karena itu perusahaan dituntut untuk menyediakan informasi yang jelas, akurat, tepat waktu dan dapat dibandingkan dengan indikator-indikator yang sama. Dengan kata lain prinsip transparansi ini menghendaki adanya keterbukaan dalam melaksanakan proses pengambilan keputusan dan keterbukaan dalam penyajian (*disclosure*) informasi yang dimiliki perusahaan.
4. Responsibilitas (*responsibility*). Responsibilitas diartikan sebagai tanggungjawab perusahaan untuk mematuhi peraturan dan hukum yang berlaku serta pemenuhan terhadap kebutuhan-kebutuhan sosial. Responsibilitas menekankan pada adanya sistem yang jelas untuk mengatur mekanisme pertanggungjawaban perusahaan kepada pemegang saham dan pihak-pihak lain yang berkepentingan. Hal tersebut untuk merealisasikan tujuan yang hendak dicapai GCG yaitu mengakomodasi kepentingan pihak-pihak yang berkaitan dengan perusahaan seperti masyarakat, pemerintah, asosiasi bisnis dan pihak-pihak lainnya.

Sebagaimana dikemukakan di atas bahwa salah satu prinsip dari GCG adalah *responsibility*, dimana prinsip *responsibility* ini penekanannya diberikan kepada kepentingan *stakeholders* perusahaan. Penjelasan mengenai prinsip *responsibility* dalam GCG, selanjutnya telah melahirkan gagasan *Corporate Social Responsibility* (CSR) atau peran serta perusahaan dalam mewujudkan tanggung jawab sosialnya. Dalam gagasan CSR perusahaan tidak lagi dihadapkan pada tanggung jawab terhadap nilai perusahaan (*corporate value*) yang direfleksikan ke dalam kondisi keuangan perusahaan saja, namun tanggung jawab perusahaan harus juga berpijak pada tanggung jawab sosial dan lingkungan.

Istilah *Corporate Social Responsibility* (CSR) pertama kali menyeruak dalam tulisan *Social Responsibility of the Businessman* tahun 1953. konsep yang digagas Howard Rothmann Brown ini menjawab keresahan dunia bisnis. Holme dan Watts (2000) mendefinisikan *Corporate Social Responsibility* (CSR) sebagai suatu komitmen yang berkelanjutan oleh para pembisnis untuk berperilaku etis dan memberi kontribusi pada pengembangan ekonomi, bahkan meningkatkan kualitas hidup bagi tenaga kerja dan keluarganya sebagaimana halnya pada komunitas lokal dan masyarakat secara lebih luas. Pohl (2006) menjelaskan bahwa *Corporate Social Responsibility* (CSR) adalah tidak memuat hal-hal yang hanya menyangkut suatu pengertian yang sempit, tetapi merepresentasikan sebuah spektrum luas mengenai budaya perusahaan, nilai-nilai, keyakinan, sikap, dan norma-norma perusahaan yang memainkan peran penting dalam melaksanakan CSR.

Penelitian Basamalah et al (2005) menunjukkan bahwa salah satu alasan manajemen melakukan pelaporan sosial adalah untuk alasan strategis. Meskipun belum bersifat *mandatory*, tetapi dapat dikatakan bahwa hampir semua perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta sudah mengungkapkan informasi mengenai CSR dalam laporan tahunannya. Dari perspektif ekonomi, perusahaan akan mengungkapkan suatu informasi jika informasi tersebut dapat meningkatkan nilai perusahaan (Verecchia, 1983 dalam Basamalah et al, 2005). Perusahaan akan memperoleh legitimasi sosial dan memaksimalkan kekuatan keuangannya dalam jangka panjang melalui penerapan CSR (Kiroyan, 2006). Hal ini mengindikasikan bahwa perusahaan yang menerapkan CSR diharapkan akan direspon positif oleh para pelaku pasar, dan memberikan pemahaman bahwa pengungkapan informasi tersebut digunakan dalam penilaian *corporate finance* (Core, 2001).

Teori legitimasi menyatakan bahwa organisasi secara terus menerus berusaha memastikan bahwa operasinya selalu berada dalam batas-batas dan norma-norma dari masyarakat. Batasan-batasan dan norma-norma tersebut dianggap akan selalu berubah sepanjang waktu sehingga mengharuskan organisasi tersebut untuk tanggap terhadap lingkungan dimana mereka beroperasi (Deegan, 2002). Sejalan dengan itu, Lindblom (1994) berpendapat bahwa legitimasi adalah suatu kondisi atau status yang ada ketika suatu sistem nilai suatu entitas sesuai dengan sistem nilai dari sistem sosial yang lebih besar dimana entitas tersebut menjadi bagiannya. Ketika ada suatu disparitas, baik yang aktual maupun yang masih potensial, antara kedua sistem nilai tersebut, maka akan muncul suatu ancaman pada legitimasi entitas tersebut.

Perusahaan-perusahaan semakin menyadari bahwa kelangsungan hidupnya juga tergantung dari hubungan perusahaan dengan masyarakat dan lingkungannya. Hal ini sejalan dengan *legitimacy theory*, bahwa perusahaan memiliki kontrak dengan masyarakat untuk melakukan kegiatan berdasarkan nilai-nilai *justice*, dan bagaimana perusahaan menanggapi berbagai kelompok kepentingan untuk melegitimasi tindakannya (Haniffa et al, 2005). Jika terjadi ketidakselarasan antara sistem nilai perusahaan dan sistem nilai masyarakat, maka perusahaan dapat kehilangan legitimasinya, yang selanjutnya akan mengancam kelangsungan hidup perusahaan (Lindblom, 1994). Pengungkapan informasi CSR dalam laporan tahunan merupakan salah satu cara perusahaan untuk membangun, mempertahankan, dan melegitimasi kontribusi perusahaan dari sisi ekonomi dan politis (Guthrie dan Parker, 1990).

Hasil penelitian menunjukkan bahwa jumlah perusahaan yang melakukan pengungkapan informasi CSR dalam laporan tahunannya semakin bertambah. Jumlah dan jenis informasi CSR yang diungkapkan juga semakin meningkat (Ernst dan Ernst, 1978; Trotman, 1979; Kelly, 1981; Pang, 1982; Guthrie, 1982; Gray, 1990; Gray et al, 1993; Sayekti, 1994). Banyak perusahaan semakin menyadari pentingnya menerapkan program CSR sebagai bagian dari strategi bisnisnya. Survey global yang dilakukan oleh *The Economist Intelligence Unit* menunjukkan bahwa 85% eksekutif senior dan investor dari berbagai organisasi menjadikan CSR sebagai pertimbangan utama dalam pengambilan keputusan (Warta Ekonomi, 2006).

Penelitian Gray, Kouhy, dan Lavers (1995); Lindblom (1994); Milne dan Patten (2002); Patten (1992); dan Walden dan Schwartz (1997) menggunakan teori

legitimasi untuk mengungkap hubungan sosial antara perusahaan dengan masyarakat dan lingkungannya. Hasil penelitian di atas menunjukkan bahwa luas pengungkapan lingkungan pada laporan keuangan sebagai sebuah fungsi *exposure* terhadap tekanan publik dalam lingkungan sosial atau politik. Berdasarkan legitimasi ini, perusahaan yang menghadapi *exposure* yang lebih besar, mempunyai kinerja lingkungan yang buruk, dan memberikan lebih banyak pengungkapan lingkungan yang positif dalam usahanya untuk merespon ancaman dan tantangan yang meningkat terhadap legitimasi perusahaan atau organisasi.

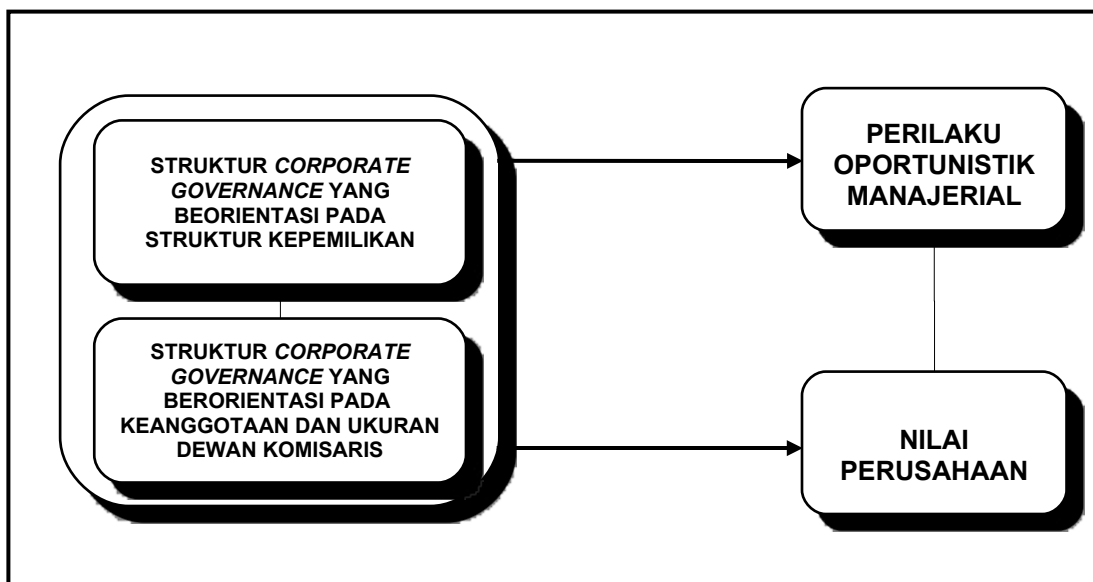
Berdasarkan pada uraian tentang teori, struktur dan mekanisme *corporate governance*, hasil penelitian tentang *good corporate governance* dalam hubungannya dengan kebijakan dividen dan nilai perusahaan, serta teori *corporate social responsibility* sebagai bagian dari *good corporate governance*, maka dapat dirumuskan pernyataan proporsi 3, sebagai berikut:

Proposisi 3: Srtuktur *Corporate Governance*

Struktur *corporate governance* internal yang berorientasi pada struktur kepemilikan dan keanggotaan dewan komisaris, berpotensi untuk mengurangi dan atau mencegah kecenderungan para manajer untuk berperilaku oportunistik, serta mendorong mereka untuk bekerja dalam meningkatkan nilai perusahaan.

Selanjutnya, secara piktografis pernyataan proposisi 3 di atas dapat disajikan dalam Gambar 2.3, sebagai berikut:

GAMBAR 2.3
MODEL PIKTOGRAFIS PROPOSISI 3



Sumber: Dikembangkan untuk disertasi ini

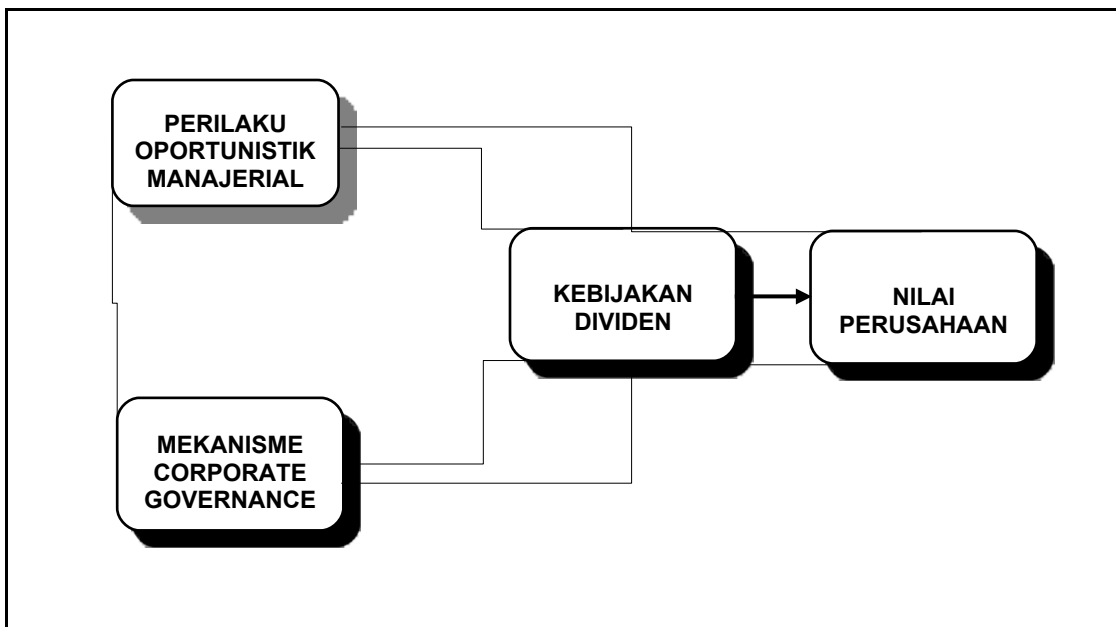
2.2 Model Teoritikal Dasar

Model teoritikal dasar dalam disertasi ini dibentuk dengan cara menggabungkan ketiga pernyataan proposisi yang telah dirumuskan sebelumnya. Sebagaimana telah dikemukakan, bahwa berdasarkan pada teori keagenan, teori dividen residual, *information, or signaling, content hypothesis*, kebijakan dividen sebagai pengurang konflik keagenan, faktor-faktor yang mempengaruhi kebijakan dividen, dan nilai perusahaan maka proposisi 1 dirumuskan. Proposisi 2 dirumuskan berdasarkan pada penjelasan *contracting theory, free cash flow hypothesis* dan pemaparan tentang perilaku oportunistik manajerial dalam konteks teori keagenan. Selanjutnya, berdasarkan pada struktur *corporate governance* secara umum, struktur

corporate governance kaitannya dengan kebijakan dividen, dan struktur *corporate governance* yang berorientasi pada struktur kepemilikan dan komposisi serta ukuran dewan komisaris, maka proposisi 3 dirumuskan.

Model piktografis dari usulan model teoritik dasar (*the proposed grand theoretical model*) dalam disertasi ini, dibangun dengan menggabungkan model piktografis proposisi 1: Kebijakan dividen dan nilai perusahaan, model piktografis proposisi 2: Perilaku oportunistik manajerial dan nilai perusahaan, dan model piktografis 3: Struktur *corporate governance*, perilaku oportunistik manajerial, dan nilai perusahaan. Dengan demikian, piktografis dari Usulan Model Teoritik Dasar untuk disertasi ini dapat digambarkan sebagai berikut:

GAMBAR 2.4
USULAN MODEL TEORITIKAL DASAR



Sumber: Dikembangkan untuk disertasi ini

Berdasarkan pada Gambar 2.4 di atas, dapat dijelaskan bahwa kebijakan dividen diputuskan oleh para manajer korporasi yang cenderung bersifat oportunistik, mereka bekerja bukan untuk meningkatkan nilai perusahaan yang berarti mensejahterakan para pemilik perusahaan. Tetapi, para manajer sebagai agen dari pemegang saham cenderung mengambil tindakan yang hanya memaksimumkan kepentingannya sendiri bila saja tidak ada insentif lain atau tidak dimonitor. Masalah keagenan inilah yang diprediksi sebagai salah satu penyebab terjadinya kesimpangsiuran dampak dari kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan.

Corporate governance yang merupakan konsep yang didasarkan pada teori keagenan, diharapkan bisa berfungsi sebagai alat untuk memberikan keyakinan kepada para investor bahwa mereka akan menerima *return* atas dana yang telah diinvestasikan. Oleh karena itu, mekanisme *corporate governance* diharapkan dapat mencegah atau meminimumkan perilaku oportunistik dari para manajer, dengan cara memaksa mereka agar menggunakan keuntungan perusahaan hanya untuk pertumbuhan. *Free cash flow* yang ada digunakan untuk pembayaran dividen sesuai dengan keinginan para pemegang saham. Dengan demikian, tujuan dari pengelolaan keuangan perusahaan yaitu meningkatkan nilai perusahaan dapat dicapai.

2.3 Pengaruh Struktur *Corporate Governance* terhadap Perilaku Oportunistik Oportunistik Manajerial

Berdasarkan pada telaah pustaka tentang hubungan kausalitas antara struktur *corporate governance* dengan perilaku oportunistik manajerial dalam perspektif teori keagenan (*agency theory*), maka dapat diajukan beberapa hipotesis. Adapun,

pernyataan hipotesis tersebut adalah merupakan hubungan kausalitas antara variabel yang menjadi proksi dari struktur *corporate governance* yaitu *institutional ownership*; *boards independent*; dan *boards size* dengan dua variabel yang menjadi proksi dari perilaku oportunistik manajerial yaitu: *debt to assets ratio* dan *systematic risk*. Dengan demikian, berdasarkan pada hubungan kausalitas antara variabel-variabel penelitian tersebut, maka dapat disusun dua sub model untuk model penelitian empiris 1, sebagaimana yang akan diuraikan di bawah ini.

2.3.1 Pengaruh Struktur *Corporate Governance* terhadap *Debt to Assets Ratio*

Hubungan kausalitas antara struktur *corporate governance* dan *debt to assets ratio* merupakan sub model pertama dari model penelitian empiris 1. Sub model empiris ini melakukan pengujian terhadap peranan dari struktur *corporate governance* dalam mencegah perilaku manajerial yang cenderung bersifat oportunistik, yang ditunjukkan dengan struktur modal perusahaan (*debt to assets ratio*). Hubungan kausalitas antara variabel-variabel tersebut secara umum merupakan pengaruh dari struktur *corporate governance*, yang diproksi dengan *institutional ownership* (INSOWN), *boards independent* (BDINDT), dan *boards size* (BDSIZE), terhadap perilaku oportunistik manajerial yang diproksi dengan *debt to asset ratio*. Selanjutnya, berdasarkan pada pernyataan umum di atas, maka dapat dirumuskan tiga hipotesis yang relevan dan yang akan diuji secara empiris, sebagai berikut:

2.3.1.1 Pengaruh *Institutional Ownership* dengan *Debt to Asset Ratio*

Hasil studi Shleiver dan Vishny (1986) yang menyatakan bahwa kepemilikan institusional dapat memonitor tim manajemen secara efektif, sehingga membatasi

perilaku oportunistik manajerial, dan meningkatnya kepemilikan saham oleh *institutional investor* dapat mengimbangi kebutuhan terhadap hutang dan *managerial ownership*. Tindakan *monitoring* tersebut akan mengurangi *agency cost*, karena memungkinkan perusahaan menggunakan tingkat hutang yang lebih rendah (Bathala, Moon dan Rao 1994). Hubungan antara kebijakan hutang dan *institutional investor* dapat dilukiskan sebagai suatu hubungan yang bersifat *monitoring-substitutional effect*. Kenyataan tersebut didukung oleh hasil studi empiris Bathala, Moon dan Rao (1994), yang berargumentasi bahwa kehadiran *institutional investor* dapat menggantikan hutang untuk mengurangi konflik keagenan. Selanjutnya mereka mengatakan bahwa terdapat hubungan negatif antara *institutional investor* dan kebijakan hutang. Pendapat senada dikemukakan oleh Moh'd, Perry dan Rimbey, (1998) yang juga menemukan hubungan negatif dan signifikan antara *institutional investor* dengan *ratio* hutang.

Hasil pengujian empiris dari Liu (2004) menyatakan bahwa, ketika kepemilikan institusional adalah lebih tinggi, *debt ratio* adalah lebih tinggi, tarip dividen adalah lebih tinggi, dan pengaruh negatif dari rasio *pledged stocks* yang dimiliki oleh *board of directors* dan *supervisors* atas kinerja keuangan menjadi lebih kecil. Sebaliknya, hasil penelitian Chaganti dan Damanpour (1990) menunjukkan bahwa, kepemilikan institusional yang lebih tinggi, kinerja keuangan perusahaan yang lebih baik, dan rasio *debt-to-equity* yang lebih rendah. Hasil pengujian Gao (2002) menunjukkan bahwa, ketika kepemilikan institusional suatu perusahaan adalah lebih tinggi, *debt ratio* adalah lebih rendah, tarip dividen adalah lebih tinggi.

Penelitian sebelumnya yang dilakukan Crutchley et al. (1999), menyatakan bahwa terdapat hubungan yang positif antara kebijakan hutang dengan kepemilikan institusional. Kebijakan hutang yang tinggi menyebabkan perusahaan dimonitor oleh pihak *debtholders*. Karena monitoring dalam perusahaan yang ketat tadi menyebabkan manajer akan bertindak sesuai dengan kepentingan *debtholders* dan *shareholders*, sehingga kondisi ini akan menarik masuknya kepemilikan institusional.

Telaah pustaka yang diuraikan di atas menunjukkan bahwa hasil penelitian tentang pengaruh kepemilikan institusional terhadap tingkat *leverage* menunjukkan hasil yang simpang siur. Tetapi, konsisten dengan kepemilikan institusional sebagai proksi dari struktur *corporate governance* internal yang bersifat substitusi terhadap *debt ratio* perusahaan, maka hipotesis yang diajukan adalah sebagai berikut:

Hipotesis 1a:

Kepemilikan institusi (*institutional ownership*) berpengaruh negatif terhadap *debt to assets ratio*.

2.3.1.2 Pengaruh Komposisi Anggota Dewan Komisaris Independen (*Boards Independent*) dengan *Debt to Assets Ratio*

Salah satu permasalahan dalam penerapan *corporate governance* adalah adanya CEO yang memiliki kekuatan yang lebih besar dibandingkan dengan dewan komisaris. Padahal fungsi dari dewan komisaris ini adalah untuk mengawasi kinerja dari dewan direksi yang dipimpin oleh CEO. Efektivitas dewan komisaris dalam menyeimbangkan kekuatan CEO adalah sangat dipengaruhi oleh tingkat independensi dari dewan komisaris (Lorsch, 1989; Mizruchi, 1983; Zahra dan Pearce, 1989).

Teori keagenan sebagaimana yang dikemukakan Jensen (1986) menjelaskan bahwa berdasarkan pada *managerial opportunism hypothesis*, para manajer mempunyai kecenderungan untuk menahan *cash* dalam perusahaan, menyediakan mereka untuk mengkonsumsi lebih banyak penghasilan tambahan, menggunakan dalam membangun kerajaan, dan menginvestasikan dalam proyek-proyek dan pendapatan yang mungkin meningkatkan gengsi pribadi mereka tetapi tidak bermanfaat bagi para pemegang saham (Jiraporn dan Ning, 2006).

Berdasarkan pada uraian di atas, dampak dari perilaku oportunistik manajerial dalam penggunaan dana (*free cash flow*) itu adalah menjadikan struktur modal perusahaan didominasi oleh ekuitas. *Pecking order theory* menjelaskan sebuah hirarki dalam pemenuhan kebutuhan dana perusahaan. Manajer perusahaan akan lebih memilih menggunakan *internal equity* yang diperoleh dari laba ditahan dan cadangan depresiasi. Apabila perusahaan membutuhkan dana eksternal, maka akan memilih hutang sebelum *external equity* (Donaldson 1961; Myers 1984; dalam Myers dan Majluf, 1984). Tetapi, teori keagenan memprediksi *internal equity* itu selanjutnya digunakan oleh manajer untuk menunjang perilaku oportunistiknya sebagaimana yang dijelaskan dalam *managerial opportunism hypothesis* di atas.

Jensen (1986) dan Chyntia (2003) berpendapat bahwa dengan hutang maka perusahaan mempunyai kewajiban untuk mengembalikan pinjaman dan membayar beban bunga secara periodik. Kondisi ini menyebabkan manajer bekerja keras untuk meningkatkan laba sehingga dapat memenuhi kewajiban dari penggunaan hutang tersebut. Chyntia (2003) menyatakan bahwa strategi ini tidak memberikan manfaat

positif pada perusahaan dengan probabilitas pertumbuhan yang tinggi tapi tidak mempunyai *free cash flow*. Dengan demikian, penggunaan hutang lebih efektif diterapkan pada perusahaan dengan kondisi *cash cow* yaitu memiliki arus kas besar dan prospek pertumbuhan kecil.

Berdasarkan pada telaah pustaka yang telah uraian di atas, kehadiran anggota dewan komisaris independen sebagai salah satu dari proksi dari struktur *corporate governance* internal, diharapkan dapat mengurangi dan atau menghilangkan kecenderungan para manajer untuk berperilaku oportunistik. Dalam hal ini cara yang dapat dilakukan adalah dengan menambah komposisi hutang dalam struktur modal perusahaan sehingga dapat mencapai atau semakin mendekati tingkat optimal, sebagai mana yang dijelaskan oleh teori statis (*balancing/ trade off theory*), dengan demikian hipotesis yang dapat diajukan adalah sebagai berikut:

Hipotesis 1b:

Besarnya komposisi anggota dewan komisaris independen (*boards independent*) berpengaruh positif terhadap *debt to assets ratio*

2.3.1.3 Pengaruh Ukuran Dewan Komisaris (*Boards Size*) terhadap *Debt to Assets Ratio*

Peran dewan komisaris dalam suatu perusahaan lebih ditekankan pada fungsi monitoring terhadap implementasi kebijakan manajer. Peran komisaris ini diharapkan dapat meminimalisir *agency problem* yang timbul. Oleh karena itu dewan komisaris seharusnya dapat mengawasi kinerja manajer sehingga kinerja perusahaan yang dihasilkan sesuai dengan kepentingan para pemegang saham. Pentingnya keberadaan

dari dewan komisaris ini kemudian menimbulkan pertanyaan baru, berapa banyak dewan komisaris yang dibutuhkan perusahaan? Apakah dengan semakin banyak anggota dewan komisaris berarti perusahaan dapat meminimalisasi *agency problem* antara pemegang saham dengan manajer?

Penelitian yang dilakukan sebelumnya menyatakan bahwa perusahaan yang memiliki ukuran dewan komisaris yang besar tidak bisa melakukan koordinasi, komunikasi, dan pengambilan keputusan yang lebih baik dibandingkan dengan perusahaan dengan ukuran dewan komisaris yang kecil, sehingga kinerja perusahaan dari perusahaan yang memiliki ukuran dewan komisaris yang besar lebih rendah dibandingkan dengan kinerja perusahaan yang memiliki ukuran dewan komisaris lebih kecil (Jensen, 1993; Lipton dan Lorsch, 1992; Yermack, 1996).

Managerial opportunism hypothesis (Jensen, 1986) menjelaskan bahwa para manajer mungkin menahan *cash* dalam perusahaan, menyediakan mereka untuk mengkonsumsi lebih banyak penghasilan tambahan, menggunakannya untuk membangun kerajaan, dan menginvestasikan dalam proyek-proyek dan pendapatan yang mungkin hanya meningkatkan gengsi pribadi mereka tetapi tidak bermanfaat bagi para pemegang saham. *Corporate governance* merupakan konsep yang didasarkan pada teori keagenan, dan diharapkan bisa berfungsi sebagai alat untuk memberi keyakinan kepada investor bahwa mereka akan menerima *return* atas dana yang mereka investasikan. *Corporate governance* berkaitan dengan bagaimana investor yakin bahwa manajer akan memberikan keuntungan bagi investor, yakin bahwa manajer tidak akan mencuri atau menggelapkan atau menginvestasikan ke

dalam proyek-proyek yang tidak menguntungkan berkaitan dengan dana yang telah ditanamkan oleh investor. *Corporate governance* berkaitan dengan bagaimana para investor mengendalikan para manajer (Sheifer dan Vishny, 1997).

Jensen (1993) dan Lipton dan Lorsch (1992) dalam Beiner, Drobetz, Schmid dan Zimmermann (2003) merupakan peneliti-peneliti yang pertama menyimpulkan bahwa ukuran dewan komisaris merupakan bagian dari struktur *corporate governance*. Hal ini diperkuat oleh pendapat Allen dan Gale (2000) dalam Beiner et al. (2003) yang menegaskan bahwa dewan komisaris merupakan struktur *governance* yang penting. Mereka juga menyarankan bahwa dewan komisaris yang ukurannya besar kurang efektif daripada dewan yang ukurannya kecil.

Teori keagenan berkeyakinan bahwa hutang adalah berguna untuk meminimalkan konflik keagenan (Jensen, 1986), karena dapat mengurangi aliran kas perusahaan di masa yang akan datang dengan meningkatkan pembayaran bunga tetap (Grossman dan Hart, 1986; Stulz 1990; dalam Bethel dan Julia, 1993). Ukuran dewan komisaris merupakan bagian dari struktur dan mekanisme *corporate governance* (Jensen, 1993; Lipton dan Lorsch, 1992; dalam Beiner, Drobetz, Schmid dan Zimmermann, 2003), khususnya *internal corporate governance* (Eisenhardt, 1989). Oleh karena itu, ukuran dewan komisaris diprediksi mampu meredam perilaku oportunistik manajerial dan memperjuangkan kepentingan dari para pemegang saham. Tindakan yang dapat dilakukan dalam hal ini adalah menambah komposisi hutang dalam struktur modal perusahaan sehingga dapat mendekati tingkat optimal.

Dengan demikian, berdasarkan pada telaah pustaka yang diuraikan di atas, maka hipotesis yang diajukan adalah sebagai berikut:

Hipotesis 1c:

Ukuran dewan komisaris (*boards size*) berpengaruh positif terhadap *debt to assets ratio*

2.3.2 Pengaruh Struktur *Corporate Governance* terhadap *Systematic Risk*

Hubungan kausalitas antara struktur *corporate governance* dan *systematic risk* merupakan sub model kedua dari model penelitian empiris pertama. Sub model penelitian empiris 1 ini bertujuan untuk menguji peranan dari struktur *corporate governance* dalam mengurangi atau bahkan mencegah kecenderungan dari para manajer untuk berperilaku oportunistik, yang ditunjukkan dengan tingkat risiko sistematis (*systematic risk*). Hubungan kausalitas antara variabel-variabel tersebut secara umum merupakan pengaruh dari struktur *corporate governance*, yang diproksi dengan *institutional ownership* (INSOWN), *boards independent* (BDINDT), dan *boards size* (BDSIZE), terhadap perilaku oportunistik manajerial yang diproksi dengan *systematic risk*. Selanjutnya, berdasarkan pada pernyataan umum di atas, maka dapat dirumuskan tiga hipotesis yang relevan dan yang akan diuji secara empiris, sebagai berikut:

2.3.2.1 Pengaruh *Institutional Ownership* terhadap *Systematic Risk*

Semakin besar kepemilikan institusional maka semakin kuat kendali yang dilakukan oleh pihak eksternal terhadap perusahaan, sehingga menyebabkan rendahnya risiko perusahaan. Hasil ini memperkuat asumsi bahwa kepemilikan

institusional efektif digunakan sebagai alat monitoring manajemen. Sejalan dengan itu, penelitian yang dilakukan oleh Classens et al. (1996) mengenai struktur kepemilikan di Republik Ceko menyatakan bahwa nilai suatu perusahaan akan lebih tinggi apabila perusahaan tersebut dimiliki oleh lembaga keuangan yang disponsori oleh bank. Hal ini menjelaskan bahwa kepemilikan saham oleh institusi khususnya institusi bank, akan menjalankan fungsi monitoringnya dengan lebih baik dan investor percaya bahwa bank tidak akan melakukan ekspropriasi atas aset perusahaan. Classens et al. (1999) menyatakan bahwa kepemilikan oleh bank akan menurunkan kemungkinan perusahaan mengalami risiko kebangkrutan.

Berlawanan dengan pernyataan di atas, teori keagenan memprediksi bahwa secara umum pemilik mempunyai kecenderungan untuk mengambil risiko relatif lebih tinggi dibandingkan dengan manajer. Saunders et al. (1990) menyatakan bahwa pemilik mempunyai perilaku *risk taking* yang lebih tinggi dibandingkan manajer. Selanjutnya, perilaku oportunistik manajerial dalam perspektif teori keagenan menyatakan bahwa manajer termotivasi untuk menanamkan modalnya pada aspek pertumbuhan dan penurunan risiko melalui diversifikasi walaupun tindakan tersebut tidak meningkatkan kesejahteraan pemegang saham, Marris (1964); Amihud dan Lev (1981); dalam Bethel dan Julia (1993).

Hasil penelitian yang dilakukan di Indonesia oleh Fitri dan Mamduh (2003) menyatakan bahwa risiko mempunyai hubungan negatif dan signifikan terhadap kepemilikan institusional. Hal ini disebabkan tingginya risiko yang dihadapi perusahaan akan meningkatkan risiko kebangkrutan dan volatilitas dari pendapatan,

hal ini akan mengurangi minat institusi untuk melakukan investasi pada saham perusahaan itu karena institusi lebih mementingkan pada stabilitas pendapatan.

Telaah pustaka yang telah diuraikan di atas menunjukkan bahwa hasil penelitian tentang pengaruh kepemilikan institusional (*institutional ownership*) terhadap tingkat risiko menunjukkan hasil yang simpang siur (*mixed*). Namun, konsisten dengan kepemilikan institusional sebagai proksi dari internal *corporate governance*, diharapkan dapat mendorong para manajer untuk melakukan penanaman dana pada proyek-proyek investasi yang berisiko sebagai konsekuensi dari investasi pada proyek-proyek yang menguntungkan. Dengan demikian, maka hipotesis yang diajukan adalah sebagai berikut:

Hipotesis 2a:

Kepemilikan institusional (*institutional ownership*) berpengaruh positif terhadap *systematic risk*.

2.3.2.2 Pengaruh *Boards Independent* terhadap *Systematic Risk*

Gitman (1994) mengemukakan bahwa kontrol dari perusahaan modern seringkali berada di tangan manajer profesional yang bukan pemilik. Umumnya manajer keuangan akan setuju dengan sasaran maksimisasi kesejahteraan pemilik, tetapi kenyataan dalam praktek bagaimanapun manajer juga berkepentingan dengan kesejahtraannya, keamanan kerjanya, gaya hidupnya dan kesenangan-kesenangan lainnya seperti menjadi anggota *golf club*, kendaraan mewah, kantor yang mewah dan nyaman dan lain-lain. Kepentingan tersebut membuat manajer tidak ingin mengambil risiko yang lebih besar, karena hal itu akan mengganggu posisinya dan merusak

kesejahteraan pribadinya. Akibat konflik antara kedua kepentingan ini, keuntungan menjadi tidak maksimum dan merugikan kesejahteraan pemilik perusahaan.

Teori keagenan memprediksi pemilik mempunyai kecenderungan untuk mengambil risiko yang relatif lebih tinggi dibandingkan dengan manajer. Hal ini sejalan dengan apa yang dikemukakan oleh Saunders et al. (1990) bahwa pemilik mempunyai perilaku *risk taking* yang lebih tinggi dibandingkan manajer. Van Horne dan Wachowicz (1997) menyatakan bahwa para manajer pada umumnya *risk averse*, implikasinya adalah bahwa proyek investasi yang berisiko lebih tinggi harus menawarkan tingkat pengembalian yang diharapkan lebih tinggi dibandingkan dengan investasi yang kurang berisiko.

Teori keagenan lebih menyoroti aspek struktur dan mekanisme *internal corporate governance* (Eisenhardt, 1989), anggota dewan komisaris independen merupakan bagian dari *internal corporate governance*. Oleh karena itu, *boards independent* diprediksi akan memperjuangkan kepentingan para pemegang saham, dengan cara memaksa para manajer untuk mengambil proyek-proyek investasi dengan *return* yang tinggi, walaupun sebagai konsekuensinya adalah tingkat risiko yang tinggi. Dengan demikian, berdasarkan pada telaah pustaka yang telah diuraikan di atas, maka hipotesis yang diajukan adalah sebagai berikut:

Hipotesis 2b:

Besarnya komposisi anggota dewan komisaris independen (*boards independent*) berpengaruh positif terhadap *systematic risk*

2.3.2.3 Pengaruh Ukuran Dewan Komisaris (*Boards Size*) terhadap *Systematic Risk*

Peranan dewan komisaris dalam suatu perusahaan lebih ditekankan pada fungsi monitoring dari implementasi kebijakan manajer. Selanjutnya peranan komisaris ini diharapkan akan meminimalisir permasalahan keagenan yang timbul antara manajer dengan pemegang saham. Oleh karena itu dewan komisaris seharusnya dapat mengawasi kinerja manajer sehingga kinerja perusahaan yang dihasilkan sesuai dengan kepentingan para pemegang saham.

Teori keagenan menyatakan bahwa, manajer sebagai agen dari pemilik perusahaan mengambil tindakan yang hanya memaksimumkan kepentingannya sendiri bila saja tidak ada insentif lain atau tidak dimonitor. Apabila hal ini terjadi tentunya tidak akan konsisten dengan tujuan memaksimumkan nilai perusahaan (Mann dan Neil, 1991). Amihud dan Lev (1981) mengungkapkan bahwa, manajer sebagai agen dari pemegang saham, tidak selalu bertindak atas nama kepentingan pemegang saham karena tujuan keduanya berbeda. Kesejahteraan manajer sangat tergantung pada ukuran dan risiko kebangkrutan perusahaan. Akibatnya manajer tertarik untuk menanamkan modal dalam rangka meningkatkan pertumbuhan dan penurunan risiko perusahaan melalui diversifikasi, walaupun mungkin hal ini tidak selalu meningkatkan kesejahteraan pemegang saham (Bethel dan Julia, 1993).

Corporate governance merupakan konsep yang didasarkan pada teori keagenan, diharapkan bisa berfungsi sebagai alat untuk memberi keyakinan kepada investor bahwa mereka akan menerima *return* atas dana yang mereka investasikan.

Corporate governance berkaitan dengan bagaimana investor yakin bahwa manajer akan memberikan keuntungan bagi investor, yakin bahwa manajer tidak akan menggelapkan atau menginvestasikan ke dalam proyek-proyek yang tidak menguntungkan berkaitan dengan dana yang telah ditanamkan oleh investor. *Corporate governance* berkaitan dengan bagaimana para investor mengendalikan para manajer (Sheifer dan Vishny, 1997).

Jensen (1993) dan Lipton dan Lorsch (1992) dalam Beiner, Drobetz, Schmid dan Zimmermann (2003) merupakan yang pertama menyimpulkan bahwa ukuran dewan komisaris merupakan bagian dari struktur dan mekanisme *corporate governance*. Hal ini diperkuat oleh pendapat Allen dan Gale (2000) dalam Beiner et al. (2003) yang menegaskan bahwa ukuran dewan komisaris merupakan struktur dan mekanisme *governance* yang penting. Mereka juga menyarankan bahwa dewan komisaris yang ukurannya besar kurang efektif daripada dewan yang ukurannya kecil.

Teori keagenan memprediksi bahwa pemilik mempunyai kecenderungan untuk mengambil risiko yang relatif lebih tinggi dibandingkan dengan para manajer. Saunders et al. (1990) mengemukakan bahwa pemilik mempunyai perilaku *risk taking* yang lebih tinggi dibandingkan manajer. Ukuran dewan komisaris merupakan bagian dari struktur dan mekanisme *corporate governance* (Jensen, 1993; Lipton dan Lorsch, 1992; dalam Beiner, Drobetz, Schmid dan Zimmermann, 2003), yang secara khusus merupakan *internal corporate governance* (Eisenhardt, 1989). Oleh karena itu, ukuran dewan komisaris diprediksi mampu mengurangi kecenderungan para manajer untuk berperilaku oportunistik dan memperjuangkan kepentingan dari para

pemegang saham. Tindakan yang dapat dilakukan adalah mengarahkan para manajer untuk mengambil proyek-proyek investasi yang berisiko sebagai konsekuensi investasi pada proyek dengan *return* yang tinggi. Dengan demikian, berdasarkan pada telaah pustaka yang diuraikan di atas, maka diajukan hipotesis sebagai berikut:

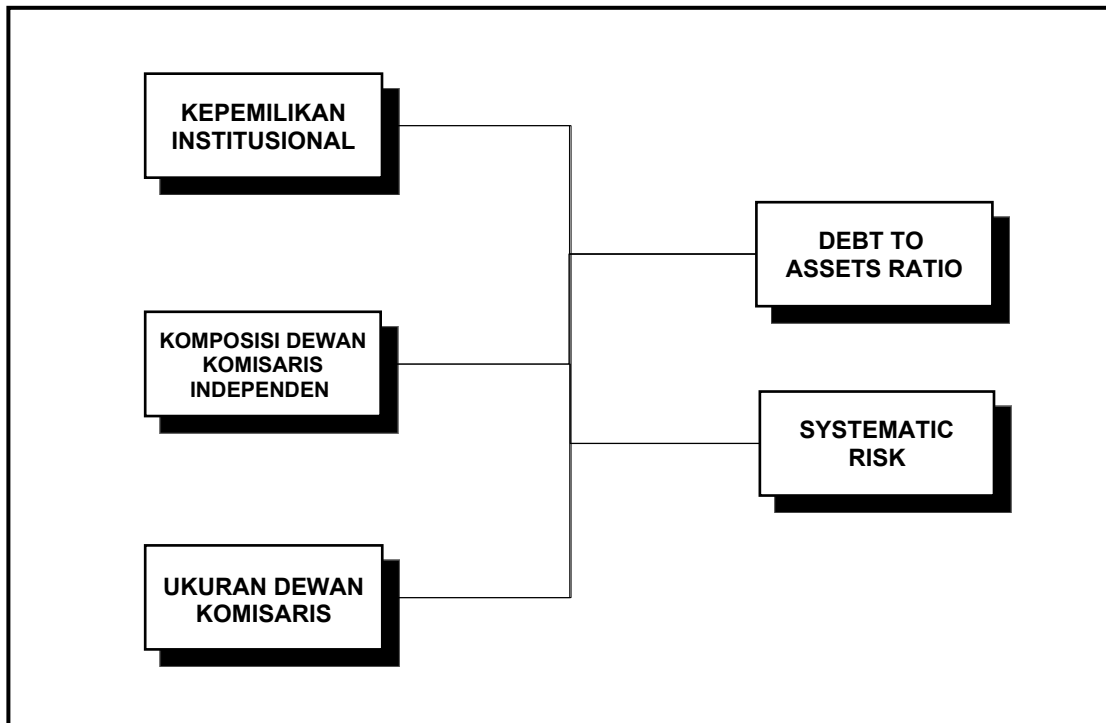
Hipotesis 2c:

Ukuran dewan komisaris (*boards size*) perusahaan berpengaruh positif terhadap *systematic risk*

Berdasarkan pada telaah pustaka di atas yang menjelaskan berbagai hubungan kausalitas antara variabel-variabel yang menjadi proksi dari struktur *corporate governance* dan perilaku oportunistik manajerial, telah dirumuskan dan diajukan enam hipotesis. Selanjutnya, berdasarkan ke enam hipotesis yang telah dirumuskan itu, maka dibangun suatu model penelitian empiris. Model penelitian empiris 1 berikut adalah menyangkut tentang hubungan kausalitas antara struktur *corporate governance* internal dengan perilaku oportunistik manajerial, yang dapat disajikan dalam gambar 2.5, sebagai berikut:

GAMBAR 2.5

**MODEL PENELITIAN EMPIRIK 1:
MEKANISME *CORPORATE GOVERNANCE* DAN PERILAKU
OPORTUNISTIK MANAJERIAL**



Sumber: Dikembangkan untuk disertasi ini

Gambar 2.5 di atas menjelaskan bahwa perilaku oportunistik manajerial yang diproksi dengan *debt to assets ratio* dan *systematic risk* dipengaruhi oleh struktur *corporate governance* yang diproksi dengan kepemilikan institusional, komposisi dewan komisaris independen, dan ukuran dewan komisaris. Model penelitian empiris pertama menunjukkan bahwa perilaku oportunistik manajerial hanya diproksi dengan dua variabel, yaitu *debt to assets ratio* dan *systematic risk*. Hal ini dilakukan dengan alasan bahwa perilaku oportunistik manajerial lebih ditunjukkan dengan keengganan dari para manajer untuk membagikan *free cash flow* kepada pemegang saham sebagai

dividen tunai. *Free cash flow* ini selanjutnya digunakan manajer untuk kegiatan-kegiatan yang bersifat konsumtif dan kegiatan-kegiatan investasi yang tidak menguntungkan bagi pemilik, atau investasi-investasi yang hanya menurunkan tingkat risiko. Sedangkan, variabel *firm size* adalah lebih merupakan akibat yang disebabkan oleh kedua variabel tersebut.

2.4 Pengaruh Perilaku Oportunistik Manajerial terhadap Kebijakan Dividen dan Nilai Perusahaan serta Mediasi Profitabilitas

Perilaku oportunistik manajerial dalam perspektif teori keagenan pada penelitian ini diproksi dengan tiga variabel, yaitu tingkat *leverage*, ukuran perusahaan, dan tingkat risiko. Adapun yang menjadi dasar dari penentuan ketiga proksi ini adalah pernyataan-pernyataan teori keagenan dan hasil-hasil penelitian yang dapat dikemukakan kembali sebagai berikut:

- a) Marris (1964), Amihud dan Lev (1981), dan Jensen dan Murpy (1990) mengungkapkan bahwa, manajer memiliki insentif untuk ekspansi dan diversifikasi, walaupun hal tersebut tidak meningkatkan nilai pasar perusahaan karena kesejahteraan pribadinya sangat tergantung pada ukuran perusahaan dan risiko kebangkrutan dari pada kinerja perusahaan. Akibatnya menurut Amihud dan Lev (1981) dan Marris (1964, dalam Bethel dan Julia, 1993) manajer termotivasi untuk menanamkan modalnya pada aspek pertumbuhan dan penurunan risiko melalui diversifikasi walaupun tindakan tersebut tidak meningkatkan kesejahteraan pemegang saham

- b) Berdasarkan pada *managerial opportunism hypothesis* sebagaimana yang diungkapkan oleh Jensen (1986), bahwa para manajer mungkin menahan *cash* dalam perusahaan, yang menyediakan mereka untuk mengkonsumsi lebih banyak penghasilan tambahan, menggunakan dalam membangun kerajaan, dan menginvestasikan dalam proyek-proyek dan pendapatan yang hanya meningkatkan gengsi pribadi mereka tetapi tidak bermanfaat bagi para pemegang saham (Jiraporn dan Ning, 2006). Pernyataan ini sejalan dengan Grossman dan Hart (1980) dan Easterbrook (1984)
- c) Gitman (1994) mengemukakan bahwa bagaimanapun manajer juga berkepentingan dengan kesejahteraannya, keamanan kerjanya, gaya hidupnya dan kesenangan-kesenangan lainnya seperti menjadi anggota *golf club*, kendaraan mewah, kantor yang mewah dan nyaman dan lain-lain. Kepentingan tersebut membuat manajer tidak ingin mengambil risiko yang lebih besar, karena hal itu akan mengganggu posisinya dan merusak kesejahteraan pribadinya (Brigham dan Houston, 2006).

Penjelasan teori dan hasil-hasil penelitian di atas, menyimpulkan bahwa perilaku oportunistik manajerial lebih ditunjukkan dengan ketidaksukaan para manajer terhadap risiko. Akibatnya, para manajer mempunyai kecenderungan untuk tidak membagikan *free cash flow* sebagai dividen tunai kepada para pemegang saham, karena laba ditahan sebagai *internal equity* merupakan sumber dana yang paling kecil risikonya (Myers dan Majluf, 1984). Hal ini akan mengakibatkan struktur modal lebih didominasi oleh ekuitas. Laba ditahan digunakan manajer untuk

aktivitas-aktivitas yang bersifat konsumtif dan ditanamkan pada proyek-proyek yang hanya menurunkan tingkat risiko walaupun investasi itu mempunyai *net present value* (NPV) negatif, kondisi ini mengakibatkan ukuran perusahaan tumbuh menjadi besar dengan tingkat produktivitasnya yang rendah. Dengan demikian perilaku oportunistik manajerial dalam perspektif teori keagenan, dapat ditunjukkan dengan adanya; 1) struktur modal perusahaan yang didominasi oleh ekuitas atau dengan tingkat *leverage* yang rendah; 2) ukuran perusahaan yang besar; dan 3) tingkat risiko yang rendah. Ketiga kondisi tersebut dapat menjadikan rendahnya profitabilitas, rendahnya atau tidak adanya penggunaan *free cash flow* untuk pembayaran dividen, dan pada gilirannya akan menurunkan nilai perusahaan.

Berdasarkan pada hubungan kausalitas antara perilaku oportunistik manajerial dengan kebijakan dividen dan nilai perusahaan yang dimediasi oleh profitabilitas, maka dibangun model penelitian empirik 2. Selanjutnya, berdasarkan model penelitian empiris 2 ini, dapat dirumuskan empat hipotesis penelitian, yaitu hipotesis 3 sampai dengan hipotesis 6. Sedangkan, uraian untuk keempat hipotesis penelitian tersebut masing-masing akan dikemukakan sebagai berikut.

2.4.1 Pengaruh Perilaku Oportunistik Manajerial terhadap Profitabilitas

Pengaruh perilaku oportunistik manajerial terhadap profitabilitas merupakan sub model pertama dari model penelitian empiris 2. Hubungan kausalitas ini secara umum merupakan pengaruh perilaku oportunistik manajerial, yang diproksi dengan *debt to asset ratio* (DAR), *firm size* (SIZE), dan *systematic risk* (RISK) terhadap profitabilitas yang diproksi dengan *return on equity* (ROE). Selanjutnya, berdasarkan

pada pernyataan umum di atas, maka dapat diuraikan tiga hipotesis yang relevan dan yang akan diuji secara empiris. Adapun, ketiga hipotesis yang akan dirumuskan dan diajukan tersebut, diuraikan sebagai berikut:

2.4.1.1 Pengaruh *Debt to Asset Ratio* terhadap *Return on Equity*

Free cash flow hypothesis menyatakan bahwa perusahaan dengan arus kas yang besar, menjadikan manajer memiliki kecenderungan untuk menanamkan modal dalam proyek-proyek dengan *rate of return* yang rendah (Easterbrook, 1984 dan Jensen, 1986). Selanjutnya, Easterbrook (1984) dan Jensen (1986) menyatakan bahwa jumlah kas yang ada di tangan manajer dapat dikurangi dengan dua cara yaitu, dengan meningkatkan dividen kas dan menerbitkan hutang baru. Tindakan terakhir ini dapat mengurangi aliran kas perusahaan dimasa mendatang dengan meningkatkan pembayaran bunga tetap, pernyataan ini sesuai dengan bukti yang diperoleh Grossman dan Hart (1986) dan Stulz (1990).

Penelitian tentang pengaruh tingkat *leverage* terhadap profitabilitas, masih menunjukkan hasil yang berbaur. Hasil penelitian Strebulaev (2003) dan Gaud et al. (2005) menggunakan *dynamic panel regression model* menunjukkan bahwa terdapat suatu hubungan yang positif antara tingkat *leverage* dengan profitabilitas perusahaan. Penelitian DeAngelo dan Masulis (1980) menyatakan bahwa terdapat pengaruh positif dan signifikan antara profitabilitas terhadap hutang, tetapi Myers dan Majluf (1984), Klein et al. (2002), dan Akhtar (2005) menyatakan bahwa terdapat hubungan negatif antara *profitability* dengan tingkat *leverage*. Sedangkan Jensen (1986) menyatakan bahwa terdapat hubungan positif antara *leverage* dengan *profitability* jika

pasar dalam mengontrol perusahaan efektif. Sebaliknya, jika pasar dalam mengontrol perusahaan tidak efektif terdapat hubungan negatif antara *profitability* dengan tingkat *leverage* perusahaan.

Jensen (1986), Klein et al. (2002) dan Mao (2003) menyatakan bahwa hutang dapat digunakan untuk mengendalikan penggunaan *free cash flow* yang berlebihan yang cenderung digunakan oleh manajer pada proyek-proyek investasi dengan NPV negatif, yang menyebabkan ketidak-efisienan dalam pengelolaan perusahaan oleh manajemen. Grossman dan Hart (1992) dan Chyntia (2003) menjelaskan bahwa hutang dapat menciptakan suatu insentif bagi para manajer untuk bekerja lebih keras dan membuat keputusan investasi yang lebih baik. Pemenuhan kebutuhan dana untuk menambah modal baru melalui hutang, membuat manajer harus lebih berhati-hati dalam menggunakannya. Jensen dan Meckling (1976) berpendapat bahwa penggunaan hutang dapat mengurangi kebutuhan perusahaan terhadap *outside stock*, dan membantu menekan konflik keagenan antara manajer dengan pemegang saham. Dengan demikian berdasarkan telaah pustaka yang diuraikan di atas, hipotesis yang dapat diajukan adalah sebagai berikut:

Hipotesis 3a:

***Debt to assets ratio* berpengaruh positif terhadap *return on equity* yang dicapai perusahaan.**

2.4.1.2 Pengaruh Ukuran Perusahaan (*Firm Size*) terhadap *Return on Equity*

Investigasi empiris terhadap hubungan antara *firm size* dan *profitability* dalam *industrial economies* pada waktu yang lalu telah memberikan hasil yang bervariasi.

Studi Marcus (1969) menemukan suatu hubungan yang negatif dan lemah atau tidak ada hubungan sama sekali, sedangkan temuan-temuan sebelumnya menemukan suatu hubungan yang positif (Hall dan Weiss, 1967). Sejalan dengan ini, terdapat dua pandangan tentang bentuk hubungan ukuran perusahaan dengan perilaku oportunistik manajerial. Pandangan pertama menyatakan bahwa ukuran perusahaan memiliki hubungan positif dengan perilaku oportunistik manajerial yang ditunjukkan dengan manajemen laba, karena perusahaan besar memiliki aktivitas operasional yang lebih kompleks dibandingkan perusahaan kecil, sehingga lebih memungkinkan untuk melakukan perilaku oportunistik manajerial. Moses (1997) mengemukakan bahwa manajer dari perusahaan yang lebih besar memiliki dorongan yang lebih besar untuk berperilaku oportunistik, dengan cara melakukan manajemen laba, dibandingkan dengan perusahaan kecil, karena memiliki biaya politik yang lebih besar.

Pandangan kedua menyatakan bahwa ukuran perusahaan memiliki hubungan negatif dengan perilaku oportunistik manajerial yang ditunjukkan dengan manajemen laba. Penelitian Marachi (2001) di Amerika Serikat dengan menggunakan data sampel perusahaan industri tahun 1996 menemukan bahwa ukuran perusahaan memiliki hubungan negatif dengan perilaku oportunistik manajerial. Perusahaan yang lebih besar kurang memiliki dorongan untuk melakukan manajemen laba dibandingkan perusahaan-perusahaan kecil, karena perusahaan besar dipandang lebih kritis oleh pemegang saham dan pihak luar. Perusahaan besar memiliki basis investor yang lebih besar, sehingga mendapat tekanan yang lebih kuat untuk menyajikan pelaporan keuangan yang dapat dipercaya (*credible*).

Hasil penelitian Ammar et al. (2003) yang menggunakan data keuangan dari *National Bureau of Economic Research* untuk tahun 1985 sampai tahun 1996, menunjukkan bahwa perusahaan-perusahaan yang kecil, menengah, dan besar adalah berbeda secara signifikan untuk masing-masing dalam hal pencapaian tingkat profitabilitas mereka; profitabilitas mengalami penurunan (*drops*) ketika perusahaan-perusahaan bertumbuh lebih besar dari \$50 million dalam penjualan. Penelitian yang dilakukan oleh Wahidahwati (2002) dan Putu Anom (2003) memberikan bukti bahwa ukuran perusahaan yang rendah akan meningkatkan probabilitas perusahaan, demikian pula sebaliknya.

Namun, jika tindakan para manajer sesuai dengan harapan para pemegang saham, maka tidak terjadi permasalahan agensi. Mann dan Neil (1991) menyatakan apabila kepentingan manajer dengan pemegang saham adalah benar-benar sejalan, maka manajer akan mendistribusikan seluruh *free cash flow* kepada *shareholders*. Manajer cenderung untuk mengurangi kas yang ada di tangannya dan lebih berhati-hati dalam mengalokasikan dana yang tersedia, dan lebih ditujukan pada kepentingan peningkatan kesejahteraan pemegang saham. Dengan demikian, apabila tidak terjadi perilaku oportunistik manajerial maka besarnya ukuran perusahaan (*firm size*) akan berpengaruh positif terhadap tingkat profitabilitas yang dicapai perusahaan, sebagaimana hasil penelitian yang telah dilakukan Hall dan Weiss (1967). Dengan demikian, berdasarkan telaah pustaka yang diuraikan di atas, dapat dikemukakan bahwa apabila diasumsikan tidak terjadi perilaku oportunistik manajerial, maka hipotesis yang dapat diajukan dalam hal ini adalah sebagai berikut:

Hipotesis 3b:

Ukuran perusahaan (*firm size*) berpengaruh positif terhadap *return on equity* yang dicapai perusahaan.

2.4.1.3 Pengaruh *Systematic Risk* terhadap *Return on Equity*

Teori keagenan berasumsi bahwa pemegang saham dan manajer, keduanya menginginkan suatu tingkat pengembalian yang tinggi atas investasi yang telah dilakukan. Tetapi, masing-masing mempunyai kepentingan yang berbeda dalam pengambilan risiko (Amihud dan Lev 1981; Jensen 1986; Lane, Canella dan Lubatkin 1998). Teori keagenan memprediksi bahwa pemilik perusahaan mempunyai kecenderungan untuk mengambil risiko yang relatif lebih tinggi dibandingkan dengan manajer perusahaan, sebagaimana dikemukakan oleh Saunders (1990) bahwa pemilik mempunyai perilaku *risk-taking* yang lebih tinggi dibandingkan dengan manajer.

Marris (1964), Amihud dan Lev (1981), dan Jensen dan Murpy (1990) mengungkapkan bahwa manajer memiliki insentif untuk ekspansi dan diversifikasi, walaupun hal tersebut tidak meningkatkan nilai pasar perusahaan, karena kesejahteraan pribadinya sangat tergantung pada ukuran perusahaan dan risiko kebangkrutan daripada kinerja perusahaan (Bethel dan Julia, 1993). Akibatnya, menurut Marris (1964) dan Amihud dan Lev (1981), manajer termotivasi untuk menanamkan modalnya pada aspek pertumbuhan dan penurunan risiko melalui diversifikasi walaupun tindakan tersebut tidak meningkatkan kesejahteraan pemegang saham (Bethel dan Julia (1993).

Jika tidak terjadi *agency problem* yang berarti manajer tidak berperilaku oportunistik, maka para manajer akan melakukan investasi hanya pada proyek-proyek yang menguntungkan atau mempunyai *net present value* positif. Oleh karena itu, perusahaan harus menanggung tingkat risiko yang relatif lebih tinggi, karena dalam teori manajemen keuangan ada *trade-off* antara risiko dan *return*, yaitu apabila risiko suatu investasi lebih tinggi, maka *return* yang diharapkan juga tinggi. Investasi pada proyek-proyek yang menguntungkan berarti investasi pada proyek-proyek yang berisiko, dan pada gilirannya akan meningkatkan kemampulabaan perusahaan, dengan demikian hipotesis yang dapat diajukan adalah sebagai berikut:

Hipotesis 3c:

***Systematic risk* berpengaruh positif terhadap *return on equity* yang dicapai perusahaan.**

2.4.2 Pengaruh Perilaku Oportunistik Manajerial dan Profitabilitas terhadap Kebijakan Dividen

Pengaruh perilaku oportunistik manajerial dan profitabilitas terhadap kebijakan dividen merupakan sub model kedua dari model penelitian empiris 2. Hubungan kausalitas ini secara umum merupakan pengaruh perilaku oportunistik manajerial yang diproksi *Debt to Assets Ratio* (DAR) dan *Firm Size* (SIZE), serta profitabilitas yang diproksi *Return on Equity* (ROE), terhadap kebijakan dividen yang diproksi *Dividend Payout Ratio* (DPR). Pernyataan ini menunjukkan bahwa *dividend payout ratio* ditempatkan sebagai *dependent variable*, padahal *dividend payout ratio* adalah suatu variabel kebijakan. Hal ini disebabkan *dividend payout ratio* merupakan

suatu variabel kebijakan yang bersifat internal perusahaan. Studi klasik Lintner (1956) menyimpulkan bahwa faktor-faktor yang mempengaruhi kebijakan dividen adalah tingkat laba baik untuk periode yang bersangkutan maupun harapan tingkat laba untuk periode-periode yang akan datang, serta pola pembayaran dividen sebelumnya. Hasil penelitian DeAngelo, DeAngelo dan Skinner (1996); Benartzi, Michaely, dan Thaler (1997) Baker dan Powell (2000); dan Baker et al. (2001) mendukung kesimpulan dari Lintner ini.

Studi Papadopoulos dan Charalambidis (2007) menyimpulkan bahwa *cash flow* adalah faktor penentu utama dari kebijakan dividen. Studi Denis dan Osobov (2007) di beberapa pasar keuangan yang berkembang seperti *The United States* (U.S.), Kanada, *The United Kingdom*, Jerman, Perancis, dan Jepang, menyimpulkan bahwa secara empiris faktor-faktor penentu dari pembayaran dividen menunjukkan kasamaan diantara negara-negara yang diteliti, yaitu *firm size*, *profitability*, *growth opportunities* dan *earned/contributed equity mix*. Dengan demikian, kebijakan dividen merupakan kebijakan internal perusahaan dan cukup alasan untuk menempatkan kebijakan dividen yang diproksi dengan *dividend payout ratio* sebagai *dependent variable* dalam penelitian ini.

2.4.2.1 Pengaruh *Debt to Assets Ratio* terhadap *Dividend Payout Ratio*

Jensen dan Mekling (1976) berpendapat bahwa *agency problem* dapat diatasi dengan melakukan beberapa mekanisme kontrol, salah satunya adalah dengan meningkatkan pendanaan melalui hutang. Jensen (1986), Jensen et al. (1992), Klein et al. (2002) dan Mao (2003) berpendapat bahwa hutang dapat digunakan untuk

mengendalikan penggunaan *free cash flow* yang berlebihan oleh manajer pada proyek-proyek investasi dengan NPV negatif yang menyebabkan ketidak-efisienan dalam pengelolaan perusahaan oleh manajemen. Jensen (1986) berpendapat bahwa dengan hutang perusahaan mempunyai kewajiban untuk mengembalikan pinjaman dan membayar beban bunga secara periodik. Selanjutnya, Jensen (1986) menyatakan bahwa kondisi ini menyebabkan manajer bekerja keras untuk meningkatkan laba sehingga dapat memenuhi kewajiban dari penggunaan hutang tersebut.

Sejalan dengan pendapat Jensen (1986) di atas, Grossman dan Hart (1992) menjelaskan bahwa hutang dapat menciptakan suatu insentif bagi para manajer untuk bekerja lebih keras dan membuat keputusan investasi yang lebih baik. Pembiayaan perusahaan untuk menambah modal baru melalui hutang membuat para manajer harus lebih berhati-hati menggunakannya, yang pada gilirannya akan meningkatkan profitabilitas perusahaan. Selanjutnya, beberapa penelitian yang menguji pengaruh profitabilitas terhadap kebijakan dividen menunjukkan hasil yang positif dan signifikan (dapat dilihat dalam: DeAngelo dan DeAngelo, 1990; DeAngelo dan Skinner, 1992; Baker dan Powell, 2000; Fama and French, 2001; Baker, Veit, dan Powell, 2001; Baker, Mukherjee, dan Paskelian, 2005; Naceur, Goaied, dan Belanes, 2006; Denis dan Osobov, 2007; Al-Malkawi, 2007; Hedensted dan Raaballe, 2007).

Suatu pandangan alternatif tentang kebijakan dividen dari DeAngelo dan DeAngelo (2006) yang mengajukan *life cycle theory* yang mengkombinasikan elemen-elemen teori keagenan dari Jensen (1986) dengan evolusi dalam sekumpulan peluang investasi (IOS) perusahaan seperti yang dikemukakan Fama dan French

(2001) dan Grullon, Michaely, dan Swaminathan (2002). Teori ini menjelaskan bahwa perusahaan secara optimal merubah kebijakan dividennya melalui waktu dalam merespon terhadap evolusi dari kumpulan peluang investasi. Teori ini memprediksi bahwa pada tahun-tahun awal, perusahaan membayar sedikit dividen sebab peluang-peluang investasi yang dimiliki melebihi perolehan modal internal. Pada tahun-tahun yang belakangan, dana internal yang diperoleh melebihi peluang-peluang investasi, dengan demikian perusahaan secara optimal membayarkan kelebihan dana internal itu sebagai dividen dalam upaya mengurangi kemungkinan bahwa *free cash flow* akan digunakan untuk pemborosan (Denis dan Osobov, 2007).

Residual dividend theory menjelaskan bahwa adanya biaya penerbitan saham baru, menyebabkan perusahaan lebih mengutamakan pendanaan internal. Dengan demikian, perusahaan akan melakukan pembayaran dividen setelah dana untuk kebutuhan investasi terpenuhi, atau dengan kata lain hanya jika ada pendapatan tersisa atau pendapatan residual, maka dividen dibayarkan (Martin et al., 1994). Selanjutnya, Brigham dan Houston (2001) menjelaskan bahwa *residual dividend model* adalah gabungan tiga elemen terakhir dari empat faktor yang merupakan fungsi dari rasio pembayaran dividen yang optimal, yaitu: (1) pilihan investor atas dividen lawan keuntungan modal, (2) peluang investasi perusahaan, (3) struktur modal yang ditargetkan, dan (4) ketersediaan dan biaya dari modal eksternal.

Keputusan pendanaan dengan teori statis atau *balance theory* didasarkan pada struktur modal yang optimal, yaitu menyeimbangkan manfaat dari penghematan pajak atas penggunaan hutang terhadap biaya kebangkrutan (Myers, 1984 dan Paskin,

1989). Tujuan dari teori statis ini adalah menyeimbangkan modal sendiri dengan modal luar. Sepanjang manfaat penggunaan hutang masih besar, hutang akan ditambah, tetapi bila pengorbanan menggunakan hutang sudah lebih besar maka hutang tidak lagi optimal untuk ditambah (Myers, 1984). Dengan demikian, struktur modal optimal yang ditargetkan perusahaan merupakan kombinasi antara modal sendiri dan hutang yang dapat menyeimbangkan antara risiko dan *return* sehingga harga saham adalah maksimum (Lumbantobing, 2008).

Berdasarkan penjelasan *life cycle theory*, *residual dividend model*, dan *balance theory* dapat disimpulkan bahwa ketika perusahaan (yang *profitable* dan tumbuh) melakukan tambahan investasi, selain akan menahan sebagian keuntungannya juga menambah hutang untuk mencapai struktur modal optimal yang ditargetkan. Bagian keuntungan yang tidak ditahan itu tentunya dibagikan kepada *shareholders* sebagai dividen tunai. Dengan demikian, semakin besar tambahan hutang untuk membentuk struktur modal optimal yang ditargetkan itu, maka semakin besar bagian keuntungan yang akan dibagikan sebagai dividen tunai.

Pembayaran dividen dapat memaksa manajer mencari sumber pendanaan baru yang bersifat eksternal, diantaranya adalah menggunakan hutang (Crutchley dan Hansen, 1989). Walaupun tidak menimbulkan hutang baru, dividen dibayar melalui laba bersih di dalam perusahaan sehingga mengurangi laba ditahan dan akhirnya ekuitas perusahaan. Dividen yang tinggi berarti bahwa perusahaan akan lebih banyak menggunakan *debt* untuk membiayai investasinya, untuk menjaga struktur modal optimalnya (Emery dan Finnerty, 1997: 568). Hasil akhir yang diperoleh sama yaitu

peningkatan proporsi hutang dalam struktur modal perusahaan (Easterbrook, 1984; dalam Chyntia A. Utama, 2003). Dengan demikian, berdasarkan telaah pustaka yang telah diuraikan di atas, maka hipotesis yang diajukan adalah sebagai berikut:

Hipotesis 4a :

***Debt to assets ratio* berpengaruh positif terhadap *dividend payout ratio*.**

2.4.2.2 Pengaruh *Firm Size* terhadap *Dividend Payout Ratio*

Mann dan Neil (1991) menyatakan bahwa apabila kepentingan manajer dengan pemegang saham adalah benar-benar sejalan, yang berarti tidak terjadi *agency problem*, maka manajer akan mendistribusikan seluruh *free cash flow* kepada *shareholders*. Sejalan dengan pernyataan Mann dan Neil (1991), *residual dividend theory* menguraikan bahwa apabila fakta biaya-biaya penerbitan sekuritas diperhitungkan, maka kebijakan dividen perusahaan memiliki karakteristik sebagai berikut: (1) mempertahankan rasio hutang optimum dalam pendanaan investasi mendatang; (2) menerima suatu investasi hanya jika mempunyai NPV positif; (3) mendahulukan pendanaan internal, kalau ternyata tidak mencukupi, barulah perusahaan akan menerbitkan saham tambahan; (4) apabila setelah kebutuhan dana investasi terpenuhi masih ada sisa, maka perusahaan akan membayar dividen (Brigham dan Houston, 2001).

Life cycle theory yang dikemukakan oleh DeAngelo dan DeAngelo (2006) memprediksi bahwa pada tahun-tahun awal, perusahaan membayar sedikit dividen sebab peluang-peluang investasi yang dimiliki melebihi perolehan modal internal. Pada tahun-tahun yang belakangan, dana internal yang diperoleh melebihi peluang-

peluang investasi, dengan demikian perusahaan secara optimal membayarkan kelebihan dana internal itu sebagai dividen dalam upaya mengurangi kemungkinan bahwa *free cash flow* akan digunakan untuk pemborosan (Denis dan Osobov, 2007).

Berdasarkan penjelasan *agency theory*, *residual dividend theory*, dan *life cycle theory* dapat disimpulkan bahwa ketika tidak terjadi *agency problem*, maka perusahaan akan bertumbuh dengan sehat dan membayar dividen. Bhattacharya (1979), John dan Williams (1985), dan Miller dan Rock (1985) yang mengemukakan bahwa perusahaan membayar dividen untuk menyampaikan sinyal yang baik kepada pasar modal. Dividen dapat digunakan sebagai suatu isyarat yang terpercaya karena hal itu sulit untuk dilakukan oleh perusahaan-perusahaan yang berkualitas rendah untuk meniru strategi yang sama.

Dickens, Casey, dan Newman (2002) menemukan bukti di U.S. bahwa bank-bank yang berukuran besar, dan mungkin mempunyai biaya kebangkrutan yang lebih rendah, membayar dividen lebih tinggi, temuan ini sejalan dengan hasil penelitian sebelumnya yang dilakukan Barclay, Smith, and Watts (1995) pada perusahaan-perusahaan manufaktur di U.S. Naceur, Goaied, dan Belanes (2006) menemukan bukti di Tunisia bahwa *firm size* berpengaruh negatif dan signifikan terhadap *dividend yield*. Denis dan Osobov (2007) menemukan bukti di enam negara U.S..A, Kanada, *United Kingdom*, Jerman, Prancis dan Jepang, bahwa dividen, yang diukur dengan *dummy variable*, dipengaruhi oleh *firm size*. Papadopoulos dan Charalambidis (2007) berdasarkan hasil penelitiannya yang dilakukan pada perusahaan-perusahaan yang tercatat di *Athens Stock Exchange* menemukan bukti bahwa *firm size* yang

proxy dengan *log total assets* adalah berpengaruh positif dan signifikan terhadap pembayaran dividen tunai. Al-Malkawi (2007) menemukan bukti di Jordania bahwa *firm size* yang diukur *natural log of stock market capitalization* berpengaruh positif terhadap *dividend yield*. Hasil penelitian Hedensted dan Raaballe (2007) menyimpulkan bahwa kemurahan hati dari perusahaan-perusahaan di Denmark dalam pembayaran dividen adalah secara negatif berhubungan dengan *concentrated owner structure* dan *firm size*. Dengan demikian, berdasarkan telaah pustaka yang telah diuraikan di atas maka hipotesis yang diajukan adalah sebagai berikut:

Hipotesis 4b:

Ukuran perusahaan (*firm size*) berpengaruh positif terhadap *dividend payout ratio*.

2.4.2.3 Pengaruh *Return on Equity* terhadap *Dividend Payout Ratio*

Fama and French (2001) menguji karakteristik dari perusahaan-perusahaan yang membayar dividen. Mereka menemukan bukti bahwa ada tiga karakteristik yang mempengaruhi perusahaan untuk membayar *dividends*, yaitu ukuran perusahaan, profitabilitas, dan peluang-peluang investasi. Fama and French mencatat bahwa perusahaan yang lebih besar dan perusahaan-perusahaan yang mempunyai kemampuan yang besar adalah lebih memungkinkan untuk membayar dividen, sedangkan perusahaan-perusahaan dengan peluang-peluang investasi besar adalah kurang memungkinkan untuk membayar *dividends*.

Studi DeAngelo dan DeAngelo (1990) dan DeAngelo dan Skinner (1992) menemukan bukti bahwa *profitability* berpengaruh positif dan signifikan terhadap

kebijakan dividen. Hasil penelitian Pruitt and Gitman (1991) di U.S. menyatakan bahwa kebijakan dividen suatu perusahaan sangat dipengaruhi oleh tingkat *profitability* pada periode yang berjalan dan periode-periode sebelumnya, temuan ini sejalan dengan hasil penelitian Baker dan Powell (2000). Penelitian yang dilakukan oleh Baker, Veit, dan Powell (2001) menemukan bukti di perusahaan-perusahaan Nasdaq bahwa pembayaran dividen sangat dipengaruhi oleh tiga faktor, yaitu stabilitas dari *earnings*, tingkat *earnings* pada periode yang bersangkutan, dan tingkat *earnings* yang diharapkan pada periode-periode yang akan datang, temuan ini sejalan dengan hasil penelitian dari Baker, Mukherjee, dan Paskelien (2005).

Goaied, dan Belanes (2006) menemukan bukti di Tunisia bahwa *profitability* berpengaruh positif dan signifikan terhadap *dividend yield*. Denis dan Osobov (2007) menemukan bukti di enam negara yaitu; U.S.A., Kanada, *United Kingdom*, Jerman, Prancis dan Jepang, bahwa *profitability* berpengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan pembayaran dividen. Al-Malkawi (2007) menemukan bukti di Jordania bahwa *profitability* berpengaruh positif terhadap *dividend yield*. Hedensted dan Raaballe (2007) menyimpulkan bahwa kemurahan hati dari perusahaan-perusahaan di Denmark dalam pembayaran dividen adalah secara positif berhubungan dengan *return on equity*. Dengan demikian, berdasarkan telaah pustaka yang telah diuraikan maka hipotesis yang diajukan adalah sebagai berikut:

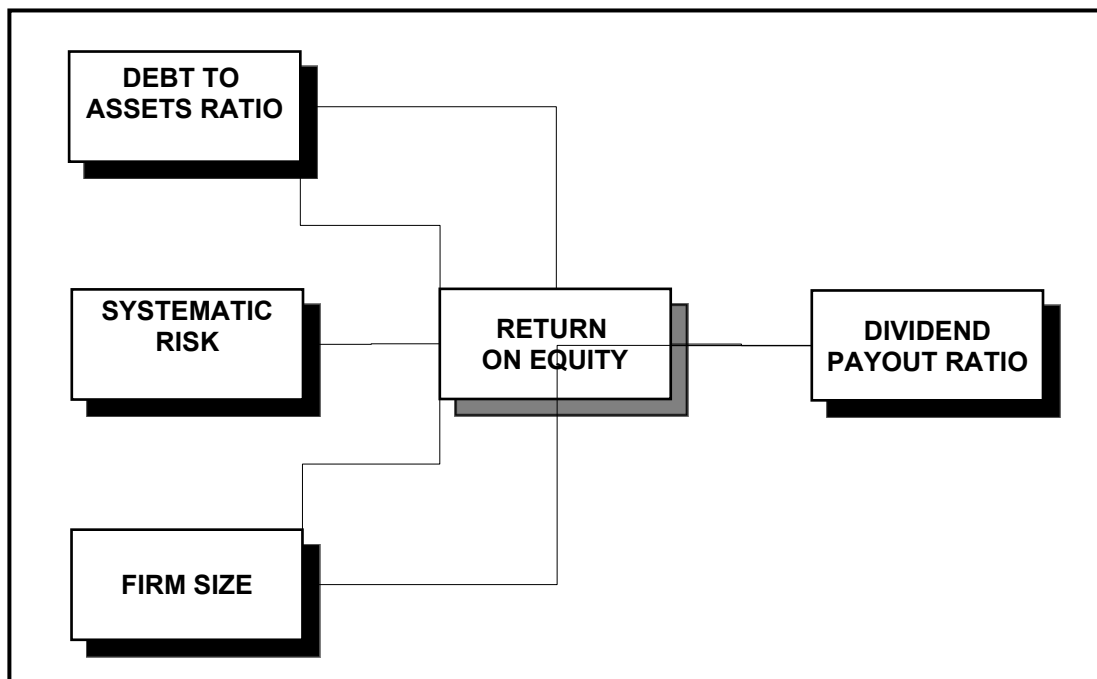
Hipotesis 4c:

***Return on equity* berpengaruh positif terhadap *dividend payout ratio*.**

Berdasarkan pada pernyataan hipotesis 3 dan hipotesis 4 di atas selanjutnya dapat dibuat suatu gambar yang menggabungkan kedua hipotesis tersebut, yang disajikan pada Gambar 2.6, sebagai berikut:

GAMBAR 2.6

SUB MODEL SATU MODEL PENELITIAN EMPIRIS 2:
PERILAKU OPORTUNISTIK MANAJERIAL, KEBIJAKAN DIVIDEN,
DAN MEDIASI PROFITABILITAS



Sumber: Dikembangkan untuk disertasi ini

Berdasarkan pada Gambar 2.6 di atas, dapat diketahui bahwa variabel *return on equity* sebagai proksi dari profitabilitas adalah memediasi hubungan kausalitas antara perilaku oportunistik manajerial (yang diproksi *debt to assets ratio* dan *systematic risk*) dengan kebijakan dividen (yang diproksi *dividen payout ratio*). Dengan demikian, diperlukan suatu analisis untuk mengetahui arah, mengukur

besarnya koefisien, dan signifikansi peran dari *return on equity* sebagai variabel intervening atas hubungan kausalitas antara perilaku oportunistik manajerial dan kebijakan dividen tersebut.

2.4.3 Pengaruh Mediasi *Return on Equity* (ROE) terhadap Hubungan Perilaku Oportunistik Manajerial dan Kebijakan Dividen

Profitabilitas yang diproksi dengan *return on equity* digunakan sebagai variabel intervening dalam hubungan kausalitas antara perilaku oportunistik manajerial dan kebijakan dividen. Digunakannya profitabilitas sebagai variabel intervening dalam sub model penelitian empiris ini adalah bahwa beberapa penelitian yang menguji pengaruh profitabilitas terhadap kebijakan dividen menunjukkan hasil yang positif dan signifikan (dapat dilihat dalam: DeAngelo dan DeAngelo, 1990; DeAngelo dan Skinner, 1992; Baker dan Powell, 2000; Fama and French, 2001; Baker, Veit, dan Powell, 2001; Baker, Mukherjee, dan Paskelian, 2005; Naceur, Goaied, dan Belanes, 2006; Denis dan Osobov, 2007; Al-Malkawi, 2007; Hedensted dan Raaballe, 2007). Sedangkan penelitian yang menguji pengaruh *debt to assets ratio* dan *firm size* terhadap *dividend payout ratio*, menunjukkan hasil masih simpangsiur. Adapun, kesimpangsiuran hubungan kausalitas ini telah dikemukakan pada beberapa hasil penelitian yang dikutip pada saat perumusan hipotesis.

Hipotesis berikut ini merupakan hubungan kausalitas antara variabel-variabel yang menjadi proksi dari perilaku oportunistik manajerial dan variabel yang menjadi proksi dari kebijakan dividen yang dimediasi oleh profitabilitas. Pengujian terhadap hipotesis mediasi ini adalah untuk mengetahui bagaimana variabel-variabel yang

menjadi proksi perilaku oportunistik manajerial berpengaruh terhadap *dividend payout ratio*, apakah secara langsung ataukah melalui variabel *return on equity*. Dengan demikian, secara garis besar pernyataan hipotesis mediasi ini adalah menyangkut pengaruh perilaku oportunistik manajerial, yang diproksi dengan *debt to asset ratio* (DAR) dan *firm size* (SIZE), terhadap kebijakan dividen yang diproksi dengan *dividend payout ratio* (DPR), yang dimediasi oleh *return on equity* (ROE) sebagai proksi dari profitabilitas. Selanjutnya, terhadap pernyataan umum hipotesis mediasi tersebut, maka dapat diuraikan menjadi dua hipotesis yang mengikutinya dan yang akan diuji secara empiris, sebagai berikut:

Hipotesis 5a:

Pengaruh *debt to assets ratio* terhadap *dividend payout ratio* dimediasi oleh *return on equity*.

Hipotesis 5b:

Pengaruh *firm size* terhadap *dividend payout ratio* dimediasi oleh *return on equity*.

2.4.4 Pengaruh Perilaku Oportunistik Manajerial dan Profitabilitas terhadap Nilai Perusahaan

Pengaruh perilaku oportunistik manajerial dan profitabilitas terhadap nilai perusahaan ini merupakan sub model ketiga dari model penelitian empiris 2. Dengan demikian, hubungan kausalitas ini secara garis besar dapat dinyatakan sebagai pengaruh dari perilaku oportunistik manajerial (yang diproksi dengan *Firm Size* dan *Systematic Risk*) dan Profitabilitas (yang diproksi dengan *Return on Equity*) terhadap nilai perusahaan (yang diproksi dengan *Tobin's q*). Selanjutnya, terhadap pernyataan

umum ini, dapat diuraikan menjadi tiga hipotesis yang mengikutinya dan yang akan diuji secara empiris, yaitu sebagai berikut:

2.4.4.1 Pengaruh *Firm Size* terhadap *Tobin's q*

Ukuran perusahaan diduga berpengaruh terhadap nilai perusahaan, di mana perusahaan besar cenderung menarik perhatian dan menjadi sorotan publik, sehingga akan mendorong perusahaan tersebut untuk menerapkan struktur dan mekanisme *corporate governance* yang lebih baik, dengan demikian ukuran perusahaan berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan (Durnev dan Kim dalam Darmawati et al. 2006). Di sisi lain, Klapper dan Love, dalam Darmawati et al. (2006), menyatakan bahwa perusahaan kecil memiliki kesempatan bertumbuh yang lebih baik sehingga akan membutuhkan dana eksternal yang lebih besar, yang pada akhirnya ada kebutuhan struktur dan mekanisme *corporate governance* yang baik, dengan demikian ukuran perusahaan berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan.

Simon Herbert (1959), dalam Baysinger dan Hoskisson (1990) menyatakan bahwa manajer mempunyai kecenderungan untuk berperilaku oportunistik dengan memainkan dana yang ditanamkan investor dengan mencari suatu tingkat yang sesuai untuk pertumbuhan perusahaan sebab mereka lebih memperhatikan kepastian kepemilikannya daripada memaksimumkan nilai perusahaan untuk para pemegang saham. Sedangkan kenyataan yang ada pemegang saham telah mendelegasikan kekuasaannya untuk membuat keputusan kepada agen (CEO) dengan harapan bahwa agen akan bertindak dalam kepentingan terbaik mereka (Bonazzi dan Islam, 2007).

Agency theory sebagaimana dikutip Amihud dan Lev (1981) mengungkapkan bahwa, manajer dan pemegang saham mempunyai tujuan yang berbeda. Di satu pihak kesejahteraan pemegang saham semata-mata tergantung pada nilai pasar perusahaan, di pihak lain, kesejahteraan manajer sangat tergantung pada ukuran dan risiko kebangkrutan perusahaan. Akibatnya manajer tertarik untuk menanamkan modal dalam rangka meningkatkan pertumbuhan dan penurunan risiko perusahaan melalui diversifikasi, walaupun mungkin hal ini tidak selalu meningkatkan kesejahteraan pemegang saham, dalam Bethel dan Julia (1993). Hasil penelitian Grand Jammie dan Thomas sebagaimana dikutip oleh Bethel dan Julia (1993) menunjukkan bahwa manajer dari perusahaan publik cenderung untuk memperluas dan melakukan diversifikasi perusahaan, walaupun tidak meningkatkan nilai perusahaan.

Manajer pada perusahaan dengan *free cash flows* yang besar mempunyai kecenderungan untuk melakukan tindakan *overinvestment* dan *excessive perquisites* (Myers dan Majluf, 1984; dan Rao, 1992). Sejalan dengan itu, Jensen (1986) berpendapat bahwa perusahaan dengan *free cash flows* yang substansial cenderung untuk mengadopsi proyek-proyek investasi dengan *net present value* yang negatif, tindakan ini mengakibatkan ukuran perusahaan menjadi besar tetapi tidak meningkatkan nilainya.

Berdasarkan pada telaah pustaka yang telah diuraikan di atas, apabila tidak terjadi permasalahan agensi, maka tidak akan terjadi perilaku oportunistik manajerial. Besarnya ukuran perusahaan (*firm size*) tentunya akan berpengaruh positif terhadap tingkat profitabilitas yang dicapai perusahaan, sebagaimana hasil penelitian

yang telah dilakukan Hall dan Weiss (1967). Dengan demikian, maka hipotesis yang diajukan adalah sebagai berikut:

Hipotesis 6a :

Ukuran perusahaan (*firm size*) berpengaruh positif terhadap nilai *Tonbin's q* yang dicapai perusahaan.

2.4.4.2 Pengaruh *Systematic Risk* terhadap *Tonbin's q*

Konflik kepentingan antara manajer dan pemegang saham terjadi dengan asumsi pemilik dan agen masing-masing menginginkan *return* yang tinggi terhadap proyek-proyek investasi tetapi dengan kepentingan yang berbeda terhadap risiko (Amihud dan Lev 1981, Jensen 1986, Lane, Canella dan Lubatkin 1988). Perbedaan terhadap risiko dijelaskan oleh Amihud dan lev (1981) bahwa *shareholders* lebih berkepentingan terhadap *systematic risk*, sedangkan manajer lebih berkepentingan terhadap *unsystematic risk*. Konflik ini khususnya terjadi dalam perusahaan dengan *free cash flows* yang besar karena manajer akan melakukan investasi atas kelebihan kas untuk mengoptimalkan keuntungan pribadinya.

Teori agensi memprediksi bahwa pemilik mempunyai kecenderungan untuk mengambil risiko relatif lebih tinggi dibandingkan dengan manajer. Saunders et al. (1990), mengemukakan bahwa pemilik mempunyai perilaku *risk taking* yang lebih tinggi dibandingkan manajer. Sedangkan Van Horne dan Wachowicz (1997) menyatakan bahwa para investor pada umumnya *risk averse*, implikasinya adalah bahwa proyek investasi yang berisiko lebih tinggi harus menawarkan tingkat

pengembalian yang diharapkan lebih tinggi dibandingkan dengan investasi yang kurang berisiko.

Amihud dan Lev, 1981; Jensen dan Murpy, 1990; Marris, 1964; dalam Bethel dan Julia (1993) mengungkapkan bahwa, manajer memiliki insentif untuk ekspansi dan diversifikasi, walaupun hal tersebut tidak meningkatkan nilai pasar perusahaan karena kesejahteraan pribadinya sangat tergantung pada ukuran perusahaan dan risiko kebangkrutan dari pada kinerja perusahaan. Akibatnya menurut Amihud dan Lev, 1981; dan Marris, 1964; manajer termotivasi untuk menanamkan modalnya pada aspek pertumbuhan dan penurunan risiko melalui diversifikasi walaupun tindakan tersebut tidak meningkatkan kesejahteraan pemegang saham.

Jika tidak terjadi masalah keagenan antara manajer sebagai agen dan pemegang saham sebagai pemilik perusahaan, maka manajer tidak akan berperilaku oportunistik. Manajer akan melakukan investasi pada proyek-proyek yang berisiko sebagai konsekuensi untuk mendapatkan proyek-proyek investasi yang mempunyai *net present value* positif. Teori manajemen keuangan mengungkapkan adanya *trade-off* antara risiko dan *return*, yaitu jika risiko suatu investasi lebih tinggi, maka *return* yang diharapkan juga tinggi. Investasi pada proyek-proyek yang menguntungkan berarti investasi pada proyek-proyek yang berisiko, dan pada gilirannya akan meningkatkan rentabilitas. Selanjutnya, tingkat rentabilitas yang dimiliki oleh suatu perusahaan akan berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan (Ball dan Brown, 1968; Beaver, 1968; Beaver et al. ,1979; Kormendi dan Lipe, 1987; Lipe

1986; Collins dan Kothari, 1989). Berdasarkan pada telaah pustaka yang diuraikan di atas, maka hipotesis yang diajukan adalah sebagai berikut:

Hipotesis 6b:

Tingkat *systematic risk* berpengaruh negatif terhadap nilai *Tobin's q* yang dicapai perusahaan.

2.4.4.3 Pengaruh *Return on Equity* terhadap *Tobin's q*

Dividend irrelevance theory dari Miller dan Modigliani (1961) menyatakan bahwa nilai perusahaan hanya ditentukan oleh kemampuan dasarnya untuk menghasilkan laba dan risiko bisnisnya. Dengan kata lain, Miller dan Modigliani berpendapat bahwa nilai perusahaan tergantung semata-mata pada pendapatan yang dihasilkan oleh aktivananya, bukan pada bagaimana pendapatan tersebut dibagi diantara dividen dan laba yang ditahan. Pernyataan ini didukung oleh Black dan Scholes (1974), Pettit (1974) dan Miller dan Scholes (1983). Hasil penelitian Utama dan Santosa (1998) yang dilakukan di Bursa Efek Jakarta menemukan bukti bahwa dari empat faktor fundamental yang dianalisis hanya faktor profitabilitas (*return on equity*) yang mempunyai pengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan yang diproksi dengan *price to book value* (P/BV), sedangkan ketiga faktor lainnya, seperti prospek pertumbuhan, tingkat risiko, dan kebijakan dividen memberikan hasil yang tidak signifikan.

Berbagai studi telah dilakukan untuk membuktikan bahwa profitabilitas adalah berhubungan positif dan signifikan dengan harga saham perusahaan (diantaranya hasil studi Ball dan Brown, 1968; Beaver, 1968; Beaver et al. ,1979;

Kormendi dan Lipe, 1987; Lipe 1986; Collins dan Kothari, 1989). Natarsyah S. (2002) menganalisis pengaruh faktor fundamental dan risiko sistematis terhadap harga saham. Penelitian ini merupakan studi terhadap 16 perusahaan dalam industri barang konsumsi yang *go public* di Bursa Efek Jakarta periode tahun 1990 sampai tahun 1997 dengan mengasumsikan bahwa harga saham merupakan fungsi dari ROA, ROE, *Beta*, *Book Value*, *Debt to Equity Ratio* dan *Required Rate of Return*. Hasil pengujian menunjukkan bahwa faktor fundamental seperti *return on assets*, *dividend payout ratio*, *debt to equity ratio*, *book value equity pershare*, dan indeks beta berpengaruh terhadap harga saham suatu perusahaan.

Pengujian tentang relevansi laba akuntansi (*return on equity*) yang dilakukan oleh beberapa peneliti banyak dimotivasi oleh hasil studi Ohlson (1995) dan Feltham dan Ohlson (1995, 1996). Penelitian-penelitian yang banyak diwarnai oleh kedua studi tersebut yang menggunakan gabungan laba dan nilai buku antara lain Barth et al. (1998), Burgstahler dan Dichev (1997), Collins et al. (1997), Collins et al. (1999), Francis dan Schipper (1999), Ely dan Waymire (1999) dan Ali dan Hwang (2000). Temuan utama dari studi-studi tersebut menunjukkan bahwa laba dan nilai buku merupakan faktor yang signifikan mempengaruhi harga saham. Dengan demikian, hipotesis yang diajukan adalah, sebagai berikut;

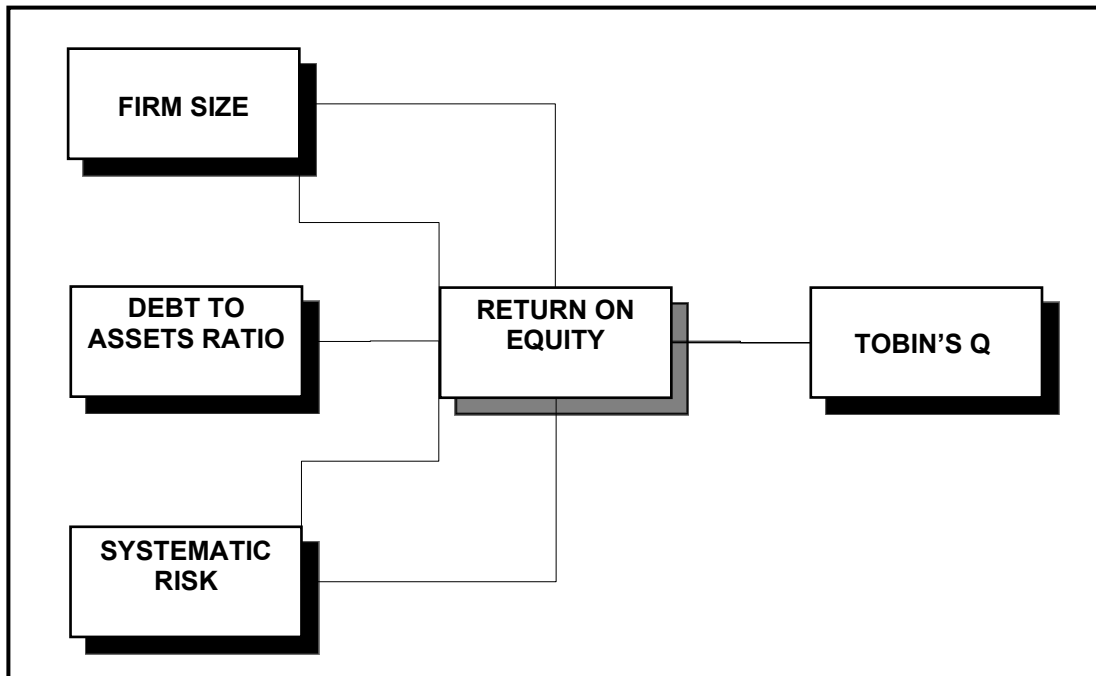
Hipotesis 6c :

***Return on equity* berpengaruh positif terhadap nilai *Tobin's q* yang dicapai perusahaan.**

Berdasarkan pada pernyataan hipotesis 3 dan 6 yang membentuk sub model pertama dan ketiga dari model penelitian empiris 2 ini, dapat dibuat gambar yang menggabungkan kedua hipotesis tersebut, yang disajikan sebagai berikut:

GAMBAR 2.7

SUB MODEL DUA MODEL PENELITIAN EMPIRIS 2
PERILAKU OPORTUNISTIK MANAJERIAL, NILAI PERUSAHAAN,
DAN MEDIASI PROFITABILITAS



Sumber: Dikembangkan untuk disertasi ini

Berdasarkan Gambar 2.7 dapat diketahui bahwa *return on equity* memediasi hubungan kausalitas antara perilaku oportunistik manajerial (*firm size* dan *systematic risk*) dan nilai perusahaan (*Tobin's q*). Oleh karena itu, diperlukan suatu analisis untuk mengetahui arah dari hubungan tersebut, mengukur besarnya koefisien, dan

signifikansi *return on equity* sebagai variabel intervening atas hubungan kausalitas antara perilaku oportunistik manajerial dengan nilai perusahaan tersebut.

2.4.5 Pengaruh Mediasi *Return on Equity* terhadap Hubungan antara Perilaku Oportunistik Manajerial dan Nilai Perusahaan

Profitabilitas yang diproksi *return on equity* diperlakukan sebagai variabel intervening dalam hubungan kausalitas antara perilaku oportunistik manajerial dengan nilai perusahaan. Alasan ditempatkannya profitabilitas sebagai variabel intervening adalah bahwa beberapa penelitian yang menguji pengaruh profitabilitas terhadap nilai perusahaan menunjukkan hasil yang positif dan signifikan (Francis dan Schipper, 1999; Ely dan Waymire, 1999; dan Ali dan Hwang, 2000). Sedangkan penelitian-penelitian yang menguji pengaruh dari *leverage*, ukuran perusahaan, dan tingkat risiko terhadap nilai perusahaan menunjukkan hasil yang simpangsiur.

Pengujian terhadap hipotesis mediasi ini adalah untuk mengetahui bagaimana variabel-variabel yang menjadi proksi dari perilaku oportunistik manajerial berpengaruh terhadap nilai perusahaan, apakah secara langsung ataukah melalui variabel *return on equity*. Dengan demikian, secara garis besar pernyataan hipotesis mediasi ini adalah menyangkut pengaruh perilaku oportunistik manajerial, yang diproksi dengan *firm size* (SIZE) dan *systematic risk* (RISK), terhadap nilai perusahaan yang diproksi dengan *Tobin's q* (TBNSQ), yang dimediasi oleh *return on equity* (ROE) sebagai proksi dari profitabilitas. Selanjutnya, terhadap pernyataan umum hipotesis mediasi tersebut, maka dapat diuraikan menjadi dua hipotesis yang mengikutinya dan yang akan diuji secara empiris, sebagai berikut:

Hipotesis 7a:

Pengaruh ukuran perusahaan (*firm size*) terhadap *Tobin's q* dimediasi oleh *return on equity*

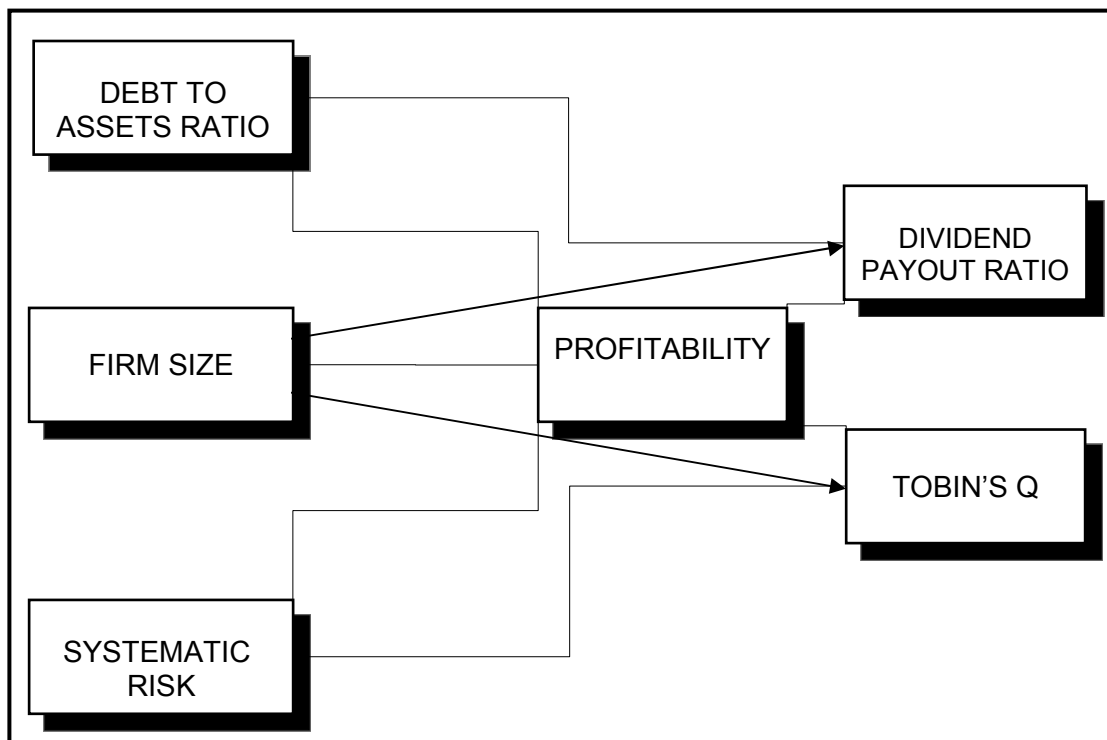
Hipotesis 7b:

Pengaruh *systematic risk* terhadap *Tobin's q* dimediasi oleh *return on equity*

Berdasarkan penjelasan teori dan hasil-hasil penelitian sebelumnya tentang perilaku oportunistik manajerial hubungannya dengan kebijakan dividen dan nilai perusahaan dengan profitabilitas sebagai variabel intervening. Selanjutnya, dibangun model penelitian empiris 2 yang disajikan pada Gambar 2.8 berikut:

GAMBAR 2.8

MODEL PENELITIAN EMPIRIS 2:
PERILAKU OPORTUNISTIK MANAJERIAL, KEBIJAKAN DIVIDEN,
DAN NILAI PERUSAHAAN SERTA MEDIASI PROFITABILITAS



Sumber: Dikembangkan untuk disertasi ini

Model penelitian empiris 2 yang disajikan pada Gambar 2.8 di atas adalah mengenai hubungan perilaku oportunistik manajerial dengan kebijakan dividen dan nilai perusahaan yang dimediasi profitabilitas. Selanjutnya, Gambar 2.8 menjelaskan bahwa kebijakan dividen, yang diproksi oleh *dividend payout ratio*, dapat dipengaruhi baik secara langsung maupun secara tidak langsung (melalui profitabilitas) oleh perilaku oportunistik manajerial. Profitabilitas, yang diproksi dengan *return on equity*, diharapkan dapat memediasi hubungan antara variabel-variabel yang menjadi proksi dari perilaku oportunistik manajerial dan kebijakan dividen. Gambar 2.8 juga menjelaskan bahwa nilai perusahaan, yang diproksi dengan variabel *Tobin's q*, dapat dipengaruhi baik secara langsung maupun tidak langsung (melalui profitabilitas) oleh perilaku oportunistik manajerial. Demikian pula profitabilitas yang diproksi dengan variabel *return on equity*, diharapkan dapat memediasi hubungan antara variabel-variabel yang menjadi proksi dari perilaku oportunistik manajerial (yaitu *firm size* dan *systematic risk*) dan *Tobin's q*, yang mana selama ini masih menunjukkan hubungan yang simpang siur.

2.5 Pengaruh Struktur *Corporate Governance* terhadap Nilai Perusahaan dan Mediasi Kebijakan Dividen

Berdasarkan pada hubungan kausalitas antara struktur *corporate governance* dengan nilai perusahaan yang dimediasi oleh kebijakan dividen, maka dapat dibangun model penelitian empiris ketiga. Berdasarkan model penelitian empiris ketiga ini, dapat dirumuskan dan diajukan tiga hipotesis terakhir dari penelitian ini, yaitu

hipotesis 8 sampai dengan hipotesis 10. Selanjutnya, untuk ketiga hipotesis tersebut masing-masing akan diuraikan berikut ini.

2.5.1 Pengaruh Struktur *Corporate Governance* terhadap Kebijakan Dividen

Pengaruh struktur *corporate governance* terhadap kebijakan dividen adalah sub model pertama dari model penelitian empiris 3. Hubungan kausalitas ini secara garis besar adalah menyangkut pengaruh struktur *corporate governance* yang diproksi dengan *Institutional Ownership* (INSOWN), *Boards Independent* (BDINDT), dan *Boards Size* (BDSIZE) terhadap Kebijakan Dividen yang diproksi dengan *Dividend Payout Ratio* (DPR). Berdasarkan pada pernyataan umum di atas, selanjutnya dapat dirumuskan dan diajukan tiga hipotesis yang relevan dan yang akan diuji secara empiris, sebagai berikut:

2.5.1.1 Pengaruh *Institutional Ownership* terhadap *Dividend Payout Ratio*.

Shleifer dan Vishny (1986) dan Allen, Bernardo, dan Welch (2000) melihat bahwa investor institusional lebih menyukai untuk memiliki saham-saham dari perusahaan yang membuat pembayaran-pembayaran dividen secara regular. Han, Lee dan Suk (1999) menguji hubungan antara pemegang saham institusional dengan kebijakan dividen. Hasil penelitian mereka menunjukkan bahwa pembayaran dividen memiliki hubungan positif dengan pemegang saham institusional. Demikian pula, penelitian Crutchley et al. (1999) menemukan bukti bahwa pengaruh kepemilikan institusional terhadap pembayaran dividen adalah positif.

Pengaruh positif struktur kepemilikan institusional atas pembayaran dividen berarti bahwa semakin tinggi kepemilikan institusional, maka akan semakin kuat

kontrol eksternal terhadap perusahaan dan hal ini dapat mendorong manajer untuk meningkatkan pembayaran dividen. Disamping itu, ketika pembayaran dividen meningkat maka akan mendorong investor-investor institusional untuk meningkatkan kepemilikannya dengan tujuan memperoleh dividen yang lebih tinggi pada periode selanjutnya. Kepemilikan institusional yang tinggi juga akan memberikan *power* bagi institusional untuk melakukan pengawasan terhadap kebijakan dividen yang dibuat oleh manajemen perusahaan.

Hasil penelitian Tandelilin dan Wilberforce (2002) juga menyatakan bahwa kepemilikan institusional memiliki pengaruh positif terhadap kebijakan dividen. Kehadiran kepemilikan saham oleh institusional dapat berperan sebagai pengawas yang efektif untuk mengurangi masalah keagenan, karena mereka dapat mengendalikan perilaku oportunistik dari manajer dan sekaligus memungkinkan perusahaan untuk menggunakan tingkat hutang secara optimal, dan ini akan berpengaruh pada pembayaran dividen. Pendapat ini konsisten dengan hasil penelitian Moh'd et al. (1995) yang menyatakan bahwa dividen tinggi adalah cara untuk menarik dan mengkompensasikan lembaga atas peran pengawasan mereka.

Imam dan Malik (2007) telah melakukan penelitian pada seluruh perusahaan *non-financing* yang tercatat Dhaka Stock Exchange dengan menggunakan data tahun 2000 dan tahun 2003. Penelitian Imam dan Malik (2007) dapat menyimpulkan bahwa perusahaan-perusahaan dengan kepemilikan institusional (*institutional ownership*) yang tinggi dan perusahaan-perusahaan dengan kepemilikan yang terkonsentrasi, mereka membayar dividen yang diukur *dividend payout ratio*, tinggi.

Dengan demikian, berdasarkan telaah pustaka yang telah diuraikan di atas, maka hipotesis yang diajukan adalah sebagai berikut:

Hipotesis 8a:

Kepemilikan institusional (*institutional Ownership*) berpengaruh positif terhadap *dividend payout ratio*.

2.5.1.2 Pengaruh Komposisi Dewan Komisaris Independen (*Boards Independent*) terhadap *Dividend Payout Ratio*

Penelitian yang dilakukan Brunarski, Harman, Kehr (2004) menemukan bukti bahwa perusahaan-perusahaan yang secara signifikan meningkatkan dividen reguler mereka adalah lebih memungkinkan untuk memiliki suatu proporsi yang lebih besar dari anggota independen pada dewan komisaris mereka dan lebih besar *blockholdings* dari luar, dan adalah kurang memungkinkan untuk mengadopsi *antitakeover charter amendments* daripada perusahaan-perusahaan yang mengumumkan suatu dividen khusus. Bukti yang ditemukan Brunarski, Harman, Kehr (2004) mendukung gagasan bahwa perusahaan-perusahaan dengan *agency costs* yang lebih besar adalah lebih memungkinkan untuk membayar suatu dividen khusus, sedangkan perusahaan-perusahaan dengan *agency costs* yang lebih rendah adalah lebih memungkinkan untuk meningkatkan dividen reguler mereka.

Sejalan dengan hasil penelitian Brunarski, Harman, Kehr (2004), *dividend payouts* telah dinyatakan dapat mengurangi konflik-konflik keagenan dengan mengurangi jumlah *free cash flow* yang tersedia bagi para manajer, yang mungkin digunakan bukan untuk kepentingan terbaik bagi para pemegang saham (Grossman

dan Hart, 1980; Easterbrook, 1984; Jensen, 1986). Easterbrook (1984) berpendapat bahwa *dividends* membantu mengurangi konflik-konflik keagenan dengan membuka perusahaan-perusahaan untuk lebih sering dimonitor terutama oleh pasar modal karena pembayaran *dividends* mungkin membuat perusahaan-perusahaan harus menjadi lebih sering menerbitkan saham baru. Gompers, Ishii, dan Metrick (2003) menyatakan bahwa *dividend payouts* dipengaruhi oleh kekuatan dari biaya-biaya keagenan dan biaya-biaya lainnya yang terkait dengan masalah keagenan, yang pada gilirannya, mengarah pada kekuatan dari hak-hak pemegang saham.

Lebih lanjut, teori keagenan (Jensen dan Meckling, 1976) menyatakan bahwa mungkin para pemegang saham lebih menyukai *dividends*, terutama sekali ketika mereka takut terjadi pengambil alihan oleh *insiders*. Sebagai suatu konsekuensi, Kowalewski, Stetsyuk, dan Talavera (2007) dalam studinya merumuskan hipotesis bahwa *dividend payouts* ditentukan oleh kekuatan dari *corporate governance*. Literatur menyatakan bahwa pemegang saham minoritas mungkin berhadapan dengan risiko dalam perusahaan yang dikendalikan oleh *stakeholders strategies* (Shleifer dan Vishny, 1986). Tambahan pula, dengan ketiadaan dari dewan yang independen, banyak perusahaan terbuka bagi pengambil alihan potensial. Situasi seperti itu adalah khas untuk sebagian besar negara-negara di Eropa.

Studi Jiraporn dan Ning (2006) yang dilakukan dengan cara memasukkan komposisi dewan komisaris dan ukuran dewan komisaris sebagai variabel *control*, diperoleh koefisien-koefisien dari *Governance Index* untuk semua model adalah tetap positif dan signifikan. Jadi, ketika struktur dewan komisaris adalah disertakan dalam

perhitungan, maka hubungan terbalik antara hak-hak pemegang saham dan pembayaran dividen masih berlangsung. Kesimpulan ini adalah konsisten dengan *substitution hypothesis* (La Porta, Lopez-De Salinas, Shleifter, Vishney 2000), yang berpendapat bahwa perusahaan dengan hak-hak pemegang saham yang lemah membutuhkan untuk membuat suatu reputasi bukan untuk mengeksploitasi para pemegang saham. Sebagai suatu hasil, perusahaan-perusahaan itu membayar *dividends* lebih bermurah hati daripada yang dilakukan perusahaan-perusahaan dengan hak-hak pemegang saham yang kuat, dengan kata lain, *dividends* merupakan substitusi untuk hak-hak pemegang saham. Berdasarkan telaah pustaka yang telah diuraikan di atas, maka hipotesis yang diajukan adalah sebagai berikut:

Hipotesis 8b:

Besarnya komposisi anggota dewan komisaris independen (*boards independent*) berpengaruh positif terhadap *dividend payout ratio*.

2.5.1.3 Pengaruh Ukuran Dewan Komisaris (*Boards Size*) terhadap *Dividend Payout Ratio*

Penelitian Brunarski, Harman, dan Kehr (2004) dengan sampel perusahaan yang terdaftar di NYSE, AMEX dan NASDAQ, menggunakan data tahun 1992 sampai dengan tahun 1999. Tujuan dari penelitian ini adalah untuk menguji variabel-variabel yang berhubungan dengan independen dan efisiensi dari dewan komisaris. Menarik sekali, hasil penelitian ini menunjukkan bahwa perusahaan-perusahaan yang membayar dividen khusus mempunyai ukuran dewan komisaris yang lebih kecil, secara rata-rata, daripada perusahaan-perusahaan yang meningkatkan dividen regular

mereka. Walaupun ukuran dewan komisaris yang lebih kecil memperlihatkan untuk menjadi lebih efisien (Yermack 1996), hasil penelitian Brunarski, Harman, dan Kehr (2004) mungkin suatu bukti bahwa ukuran dewan komisaris perusahaan yang lebih kecil adalah perusahaan-perusahaan yang membayar dividen khusus.

Louden (1982) dan Mizruchi (1983) menjelaskan bahwa dewan komisaris merupakan pusat dari pengendalian dalam perusahaan, dan merupakan penanggung jawab utama dalam menentukan tingkat kesehatan dan keberhasilan suatu perusahaan secara jangka panjang. Jumlah dewan yang besar menguntungkan perusahaan dari sudut pandang *resources dependence* (Alexander, Fernell, Halporn, 1993; Goodstein, Gautarn, Boeker, 1994; Mintzberg, 1983). Maksud dari pandangan *resources dependence* adalah bahwa perusahaan akan tergantung dengan dewannya untuk dapat mengelola sumber dayanya secara lebih baik. Pfeffer dan Salancik (1978) menjelaskan bahwa semakin besar kebutuhan akan hubungan eksternal yang semakin efektif, maka kebutuhan akan dewan dalam jumlah yang besar akan semakin tinggi. Sedangkan kerugian dari jumlah dewan yang besar berkaitan dengan dua hal, yaitu: meningkatnya permasalahan dalam hal komunikasi dan koordinasi dengan semakin meningkatnya jumlah dewan dan turunnya kemampuan dewan untuk mengendalikan manajemen, sehingga menimbulkan permasalahan agensi yang muncul dari pemisahan antara manajemen dan kontrol (Jensen, 1993; Yermack, 1996).

Gomes (1996), Fluck (1998), Myers dan Majluf (1984) mengakui bahwa kebijakan dividen menunjukkan masalah keagenan antara *insiders* dan *outsiders*. Grossman dan Hart (1980) menunjukkan bahwa dividen *payouts* mengurangi konflik

keagenan dengan mengurangi jumlah *free cash flow* yang tersedia untuk para manajer, yang digunakan untuk aktivitas yang tidak dalam kepentingan terbaik dari pemegang saham. Pembayaran dividen mungkin membantu mengendalikan masalah keagenan dengan cara menghilangkan atau mengurangi kelebihan uang tunai yang apabila tidak bisa diinvestasikan pada proyek-proyek yang tidak menguntungkan. Easterbrook (1984) berpendapat bahwa dividen membantu mengurangi konflik-konflik keagenan dengan menunjukkan perusahaan kepada lebih seringnya dipantau oleh pasar modal karena meningkatkan pembayaran dividen maka kemungkinan dikeluarkannya saham biasa yang baru itu harus lebih sering. Hal ini, pada gilirannya, akan mengarahkan pada suatu penyelidikan terhadap manajemen oleh investasi bank-bank, pertukaran sekuritas, dan para pemasok modal lainnya.

Teori keagenan lebih menyoroti aspek struktur dan mekanisme *internal corporate governance* (Eisenhardt, 1989). Sedangkan, ukuran dewan komisaris (*boards size*) merupakan salah satu variabel *internal corporate governance* yang diprediksi mampu mencegah kecenderungan dari para manajer untuk berperilaku oportunistik. Adapun, salah satu cara yang dapat digunakan adalah dengan mendistribusikan seluruh *free cash flow* kepada para pemegang saham sebagai dividen tunai. Dengan demikian, berdasarkan pada telaah pustaka yang telah diuraikan di atas, maka diajukan hipotesis sebagai berikut:

Hipotesis 8c:

Ukuran dewan komisaris (*boards size*) berpengaruh positif terhadap *dividend payout ratio*.

2.5.2 Pengaruh Struktur *Corporate Governance* dan Kebijakan Dividen Terhadap Nilai Perusahaan

Pengaruh struktur *corporate governance* dan kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan ini merupakan sub model kedua dari model penelitian empiris 3. Hubungan kausalitas ini secara garis besar adalah menyangkut pengaruh struktur *corporate governance* (yang diproksi dengan *Institutional Ownership* dan *Boards Size*) dan Kebijakan Dividen (yang diproksi dengan *Dividend Payout Ratio*) terhadap nilai perusahaan (diproksi dengan *Tobin's q*). Berdasarkan pada pernyataan umum di atas, selanjutnya dapat dirumuskan dan diajukan tiga hipotesis yang relevan dan yang akan diuji secara empiris, sebagai berikut:

2.5.2.1 Pengaruh *Dividen Payout Ratio* terhadap *Tobin's q*

Penelitian ini dilatarbelakangi oleh adanya kesimpangsiuran dampak dari kebijakan dividen terhadap harga saham atau nilai perusahaan. Miller dan Modigliani (1961) mengemukakan bahwa dengan asumsi pasar sempurna, perilaku rasional dan kepastian yang sempurna, menemukan hubungan bahwa nilai perusahaan dan kebijakan dividen adalah tidak relevan. Pada kenyataannya, terdapat *informational asymmetry*, dimana pihak yang melakukan penjualan memiliki informasi yang lebih banyak mengenai kondisi perusahaan dibandingkan dengan pihak calon investor. Terdapatnya informasi yang berbeda tersebut, akan mendorong peran dividen sebagai *signal* bagi pihak luar (Dong, Robinson, dan Veld, 2005).

Studi Amihud dan Li (2002) menyimpulkan bahwa terjadi fenomena *disappearing dividend* yang menunjukkan penurunan kandungan informasi yang ada

dalam kebijakan pembayaran dividen. Penurunan kandungan informasi ini diprediksi merupakan akibat dari peningkatan kepemilikan institusi, dimana institusi memiliki informasi yang lebih baik daripada pemegang saham individu. Hal ini berdampak pada saat pengumuman dividen, informasi yang ada dalam pembayaran dividen telah tercermin dari harga saham yang ada di pasar. Sehingga kebijakan pembayaran dividen menjadi sangat mahal dan kurang mengandung informasi.

DeAngelo, DeAngelo dan Skinner (2002) melakukan penelitian untuk membuktikan apakah dividen sudah kurang informatif (*dissappearing dividend*). Hasil penelitian menunjukkan meskipun hanya sedikit jumlah perusahaan yang melakukan pembayaran dividen, namun dividen sendiri tetap menarik perhatian dengan total dividen riil yang dibayarkan mengalami kenaikan 16,3% pada tahun 2000 bila dibandingkan dengan tahun 1978. Penelitian ini juga menemukan bukti bahwa dengan berpedoman pada *signaling theory*, maka kebijakan dividen masih tetap memiliki kandungan informasi khususnya pada perusahaan skala kecil yang kurang terkenal dan jarang diulas di media masa.

Skinner (2004) menemukan bukti bahwa saat ini kandungan informasi dalam pembayaran dividen semakin berkurang bila dibandingkan dengan awal abad 20. Skinner berargumen bahwa pada awal abad 20 manajer kurang memiliki sarana untuk menyampaikan informasi yang ada di perusahaan selain melalui laporan keuangan. Dalam lingkungan seperti ini, maka kebijakan dividen dapat merupakan *signal* mengenai kondisi prospek perusahaan. Namun saat ini, dimana manajer hampir selalu mengkomunikasikan informasi yang ada pada perusahaan dengan menggunakan

berbagai media berbasis teknologi informasi maka kandungan informasi yang ada dalam kebijakan pembayaran dividen menjadi berkurang.

Survei Brav et al. (2005) tentang kebijakan pembayaran dividen yang dilakukan pada abad 21 terhadap 384 eksekutif keuangan, dengan cara *depth interview* dan menanyakan 23 faktor yang diprediksi dapat menentukan dalam pembuatan kebijakan dividen. Hasil survei menunjukkan bahwa: 1) kebijakan dividen adalah bersifat konservatif dimana perusahaan menolak untuk melakukan pengurangan pembayaran dividen, dan 2) para eksekutif tetap percaya bahwa kebijakan pembayaran dividen memiliki kandungan informasi yang berguna bagi investor. Kebijakan pembayaran dividen merupakan suatu kebijakan yang mahal, karena perusahaan harus menyediakan dana yang besar untuk keperluan itu. Perusahaan umumnya menganut kebijakan konservatif dengan pembayaran dividen yang stabil. Hanya perusahaan dengan tingkat profitabilitas yang tinggi dan prospek ke depan yang cerah, yang mampu untuk membagikan dividen. Banyak perusahaan yang mengkomunikasikan bahwa perusahaannya memiliki prospek ke depan yang cerah dan tidak menghadapi masalah keuangan. Namun, perusahaan yang kurang prospektif dan menghadapi masalah keuangan sudah tentu akan kesulitan untuk membayar dividen. Hal ini berdampak pada perusahaan yang membagikan dividen, dengan cara memberikan tanda (*signal*) kepada pasar bahwa perusahaan tersebut memiliki prospek ke depan yang cerah dan mampu untuk mempertahankan suatu tingkat kebijakan dividen yang telah ditetapkan pada periode sebelumnya.

Teori keagenan menyatakan bahwa para pemegang saham dari luar (*outsiders*) mempunyai suatu preferensi terhadap dividen daripada laba ditahan sebab *insiders* mungkin menghambur-hamburkan *cash* yang ditahan di perusahaan (Easterbrook, 1984, Jensen 1986, Myers 2000). Preferensi terhadap dividen ini lebih kuat pada *emerging markets* dengan perlindungan yang lemah terhadap investor, dan para pemegang saham menerima suatu risiko yang lebih besar dari pengambilalihan oleh *insiders*. Brav et al. (2003) menemukan bukti yang terbatas untuk teori keagenan dari dividen di U.S. La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer, dan Vishny (LLSV, 2000) melihat bahwa *dividend payouts* adalah lebih tinggi, di atas rata-rata, pada negara-negara dengan perlindungan legal yang lebih kuat terhadap para pemegang saham minoritas. Temuan ini memberi dukungan terhadap apa yang LLSV (2000) sebut “*outcome*” dari model keagenan untuk *dividends* yang mengemukakan hipotesis bahwa hasil *dividends* dari para pemegang saham minoritas menggunakan keuntungan mereka untuk menyadap *dividends* dari perusahaan.

Penelitian ini dilakukan pada perusahaan manufaktur yang tercatat di Bursa Efek Indonesia (BEI), yang termasuk dalam kelompok *emerging markets* dengan perlindungan yang lemah terhadap hak-hak para investor. Negara berkembang seperti di Indonesia dimana struktur dan mekanisme *corporate governance* masih sangat lemah pembayaran dividen diinginkan oleh para pemegang saham. Penelitian McKinsey dan Co (2002) dalam Pakaryaningsih (2006), penelitian *Credit Lyonnais Securities Asia* (CLSA) dalam Setianto (2002), dan penelitian *Indonesian Institute of Corporate Governance* (IICG) menyatakan bahwa Indonesia adalah negara yang

paling buruk dalam penerapan *corporate governance*. Dengan demikian, berdasarkan pada telaah pustaka yang diuraikan di atas, maka diajukan hipotesis sebagai berikut:

Hipotesis 9a:

***Dividen payout ratio* berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan (*Tobin's q*) yang dapat dicapai.**

2.5.2.2 Pengaruh Kepemilikan Institusional (*Institutional Ownership*) terhadap *Tobin's q*

Penelitian-penelitian tentang pengaruh kepemilikan institusional terhadap harga saham atau nilai perusahaan telah banyak dilakukan, namun hasil penelitian tersebut masih saling bertentangan. Pound (1998) mengemukakan tiga alternatif hipotesis terhadap hubungan antara tingkat kepemilikan institusional dan nilai perusahaan. Hipotesis pertama adalah *the efficient monitoring hypothesis*. Hipotesis ini mengungkapkan bahwa investor individual maupun *insider* dengan tingkat kepemilikan saham yang rendah (minoritas) memiliki kecenderungan memanfaatkan atau meminjam kekuatan voting yang dimiliki oleh pemegang saham institusional mayoritas untuk mengawasi kinerja manajemen. Dalam hal ini investor institusional mayoritas akan berpihak pada kepentingan pemegang saham minoritas karena memiliki kepentingan yang sama terutama dalam hal insentif ekonomis baik itu jangka panjang (*dividen*), maupun jangka pendek (*abnormal return* saham). Tindakan ini berdampak pada meningkatnya nilai perusahaan yang ditunjukkan melalui kenaikan harga saham di pasar modal. Hipotesis kedua adalah *the strategic alignment hypothesis*. Berbeda dengan hipotesis pertama, hipotesis ini menyatakan bahwa

investor institusional mayoritas memiliki kecenderungan untuk berkompromi atau berpihak kepada manajemen dan mengabaikan kepentingan pemegang saham minoritas. Anggapan bahwa manajemen sering mengambil tindakan atau kebijakan yang non-optimal dan mengarah pada kepentingan pribadi, mengakibatkan strategi aliansi antara investor institusional mayoritas dengan manajemen, ditanggapi negatif oleh pasar. Hal ini berdampak pada penurunan harga saham perusahaan di pasar modal. Hipotesis ketiga adalah *the conflict of interest hypothesis*. Hipotesis ini pada dasarnya memiliki kesamaan konsep dengan hipotesis kedua, yaitu kecenderungan investor institusional mayoritas untuk mengurangi konflik dengan melakukan kompromi dan aliansi dengan pihak manajemen. Sejalan dengan hipotesis kedua, maka hipotesis ini memprediksikan hubungan yang negatif antara kepemilikan saham institusional dengan nilai perusahaan.

Ketiga hipotesis yang dikemukakan di atas, memberikan petunjuk secara terpisah adanya pengaruh positif dan negatif antara kepemilikan institusional dengan kinerja perusahaan. Keterpisahan tersebut pada akhirnya membawa kesimpulan pada hubungan yang tidak konsisten (*conflicting finding*) antara kepemilikan institusional dengan nilai perusahaan. Hasil yang tidak konsisten tersebut membawa dugaan pada hubungan yang non-linier antara kepemilikan institusional dengan nilai perusahaan. Pengaruh positif tingkat kepemilikan institusional terhadap nilai perusahaan akan menunjukkan pengaruh negatif setelah melampaui batas maksimal tertentu. Pada *level* kepemilikan yang sangat tinggi terdapat kecenderungan investor institusional

untuk memaksakan kebijakan tertentu yang non-optimal, dengan mengabaikan kepentingan pemegang saham minoritas melalui kekuatan voting yang dimiliki.

Shleifer dan Vishny (1986) berpendapat bahwa tingkat kepemilikan institusional dalam proporsi yang cukup besar akan mempengaruhi nilai pasar perusahaan. Dasar argumentasi ini adalah semakin besar tingkat kepemilikan saham oleh institusi, maka akan semakin efektif pula mekanisme kontrol terhadap kinerja manajemen. Pendapat ini didukung oleh bukti empiris yang ditemukan oleh Barclay dan Holderness (1990), yang menemukan pengaruh positif-signifikan tingkat kepemilikan institusional dalam jumlah yang cukup besar terhadap nilai perusahaan. Hasil penelitian Shleifer dan Vishny (1986) di atas didukung oleh beberapa peneliti lain, diantaranya adalah studi yang dilakukan oleh Clay (2002) dengan menggunakan data yang diterbitkan oleh *Compact Disclosure*, CRSP, dan *Standard and Poor's Compustat* (CST) yang meliputi periode tahun 1998 sampai tahun 1999; Ovtcharova (2003) yang melakukan analisis pada perusahaan yang memiliki *book to market ratio* dan ukuran yang sama, maka perusahaan dengan kepemilikan institusional yang tinggi akan berdampak pada tingkat hasil yang tinggi pula; Shen, Hsu, dan Chen (2006) yang melakukan studi terhadap 67 perusahaan dalam industri keuangan yang go-publik di Taiwan dari tahun 1990 sampai tahun 1992.

Penelitian lain dengan hasil yang berbeda dilakukan oleh Jennings (2002) yang menunjukkan adanya hubungan empiris yang lemah terhadap hipotesis yang menyatakan bahwa kepemilikan institusional yang tinggi akan mendorong pada pengawasan sehingga meningkatkan nilai perusahaan. Hasil penelitian Jennings

(2002) di atas didukung oleh beberapa peneliti lain, diantaranya adalah studi yang dilakukan oleh Lee (2008) pada perusahaan-perusahaan di Korea Selatan. Studi Lee menemukan bahwa kinerja perusahaan yang diukur dengan *rate of return on assets* secara umum meningkat sebagaimana meningkatnya kepemilikan yang terkonsentrasi, tetapi pengaruh dari kepemilikan luar negeri dan kepemilikan institusional adalah tidak signifikan. Lee juga menemukan bahwa terdapat suatu hubungan berbentuk cembung (*hump-shaped*) antara konsentrasi kepemilikan dan kinerja perusahaan, yang mana puncak kinerja berada pada tingkat pertengahan (*intermediate levels*) dari konsentrasi kepemilikan.

Hasil studi Bhattacharya dan Graham (2007) di Finlandia diantaranya menemukan bukti bahwa persentase kepemilikan saham oleh institusional mempunyai pengaruh yang sebaliknya (negatif) terhadap kinerja keuangan perusahaan yang diukur dengan *Tobin's q* dan dampak itu adalah sangat signifikan, yaitu mempunyai koefisien regresi sebesar -1,974 dengan tingkat signifikansi 1%; Studi Wei, Xie, dan Zhang (2005) terhadap 5284 perusahaan yang sahamnya diperdagangkan di China, periode pengambilan data dari tahun 1991 sampai tahun 2001. Hasil pengujian empiris yang dilakukan oleh Wei, Xie, dan Zhang menunjukkan bahwa kepemilikan institusi (*institutional ownership*) berpengaruh negatif dan signifikan pada tingkat 1% terhadap nilai perusahaan. Shahid (2003) yang melakukan studi di *Cairo* dan *Alexandria Stock Exchange* dalam tahun 2000. Hasil analisis regresi yang telah dilakukan menunjukkan bahwa persentase kepemilikan yang dipecah (menjadi *Holding Company*, *Public Banks* dan *Insurance*, *Public*

Mutual Funds, Other Public Institutions, Private Banks dan Insurance, Private Mutual Funds) tidak berpengaruh terhadap kinerja yang diukur dengan indikator-indikator pasar saham (*stock market performance indicators*) seperti rasio-rasio *price earning* (P/E) dan *price to book value* (P/BV), dengan indikasi bahwa di sana mungkin terdapat faktor-faktor lain (termasuk, ekonomi dan politik,) yang mempengaruhi kinerja perusahaan selain struktur kepemilikan.

Konsisten dengan konsep bahwa *corporate governance* adalah sebagai mekanisme kontrol terhadap perilaku oportunistik manajerial, dimana variabel *institutional ownership* adalah sebagai salah satu proksinya. Dengan demikian, maka hipotesis yang dapat diajukan adalah sebagai berikut:

Hipotesis 9b:

Kepemilikan institusional (*institutional ownership*) berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan (*Tobin's q*) yang dicapai.

2.5.2.3 Pengaruh Ukuran Dewan Komisaris (*Boards Size*) terhadap Nilai Perusahaan (*Tobin's q*)

Penelitian tentang dampak dari ukuran dewan komisaris terhadap nilai perusahaan memiliki hasil yang beragam. Penelitian sebelumnya menyatakan bahwa perusahaan yang memiliki ukuran dewan yang besar tidak bisa melakukan pengambilan keputusan yang lebih baik dibandingkan dengan perusahaan yang memiliki ukuran dewan yang kecil, sehingga nilai perusahaan yang mempunyai anggota dewan yang banyak lebih rendah dibandingkan dengan perusahaan yang

memiliki ukuran dewan komisaris yang lebih kecil (Jensen, 1993; Lipton and Lorsch, 1992; Yermack, 1996; Eisenberg, Sundgren, dan Wells 1998).

Penelitian berikutnya yang sejalan dengan hasil di atas diantaranya adalah: Samad et al. (2008) menemukan bukti bahwa ukuran dewan komisaris (*board size*) dan independensi anggota dewan komisaris baik untuk perusahaan-perusahaan dengan kepemilikan keluarga maupun kepemilikan non-keluarga mempunyai suatu pengaruh negatif yang kuat dan signifikan terhadap kinerja keuangan perusahaan. Garg (2007) menemukan bukti bahwa (1) terdapat suatu hubungan negatif antara ukuran dewan komisaris dengan kinerja perusahaan; (2) ukuran dewan komisaris yang lebih kecil adalah lebih efisien daripada yang lebih besar, dan batas ukuran dewan ideal yang disarankan adalah 6 orang; (3) suatu kinerja yang buruk mengikuti kepada suatu kenaikan dalam ukuran dewan, yang pada gilirannya akan menghambat kinerja. Nguyen dan Faff (2007) menunjukkan bahwa ukuran dewan komisaris yang lebih kecil terlihat menjadi lebih efektif dalam mewakili kepentingan para pemegang saham dengan demikian dewan komisaris yang lebih kecil berhubungan dengan nilai perusahaan, yang diukur dengan *Tobin's q*, yang lebih tinggi. Mak dan Kusnadi (2004) menemukan bukti yang konsisten dengan Yermack (1996) dan Eisenberg et al. (1998), yaitu bahwa terdapat suatu hubungan yang terbalik antara ukuran dewan dan *Tobin's q* pada perusahaan-perusahaan di Singapura dan Malaysia. Tang (2007) melakukan studi di *Tokyo Stock Exchange* dan menemukan bukti bahwa pengurangan ukuran dewan komisaris (*boards size*) adalah berpengaruh negatif dan signifikan terhadap kinerja perusahaan.

Hasil studi yang berbeda telah ditunjukkan oleh beberapa peneliti lain, diantaranya Belkhir (2008) menemukan bukti yang bertentangan dengan prediksi teori yang menyatakan bahwa *boards of directors* yang lebih kecil adalah lebih efektif, tetapi ternyata kenaikan jumlah anggota dewan pada perusahaan-perusahaan perbankan tidak menurunkan kinerja. Sebaliknya, bukti yang ditemukan adalah bahwa terdapat kecenderungan adanya suatu hubungan positif antara *board size* dan *performance*, yang diukur dengan *Tobin's q* dan *return on assets*. Studi Mayur dan Saravanan (2006) di India menemukan bukti bahwa tidak ada pengaruh dari ukuran dewan terhadap kinerja perusahaan perbankan. Studi Beiner et al. (2003) pada sekumpulan perusahaan yang terdaftar di *Swiss Stock Exchange*, dengan tujuan untuk menguji dampak dari *board size* terhadap kinerja perusahaan. Hasil studi Beiner et al. (2003) menyarankan bahwa ukuran dari *board of directors* adalah suatu mekanisme pengendalian yang independen. Bertentangan dengan studi-studi sebelumnya, Beiner et al. (2003) tidak menemukan suatu hubungan yang signifikan antara ukuran dewan (*board size*) dan nilai perusahaan yang diukur dengan *Tobin's q*.

Konsisten dengan konsep bahwa *corporate governance* adalah sebagai mekanisme kontrol terhadap kecenderungan manajer untuk berperilaku oportunistik, dimana variabel *board size* adalah sebagai salah satu proksinya, dengan demikian, hipotesis yang dapat diajukan adalah sebagai berikut:

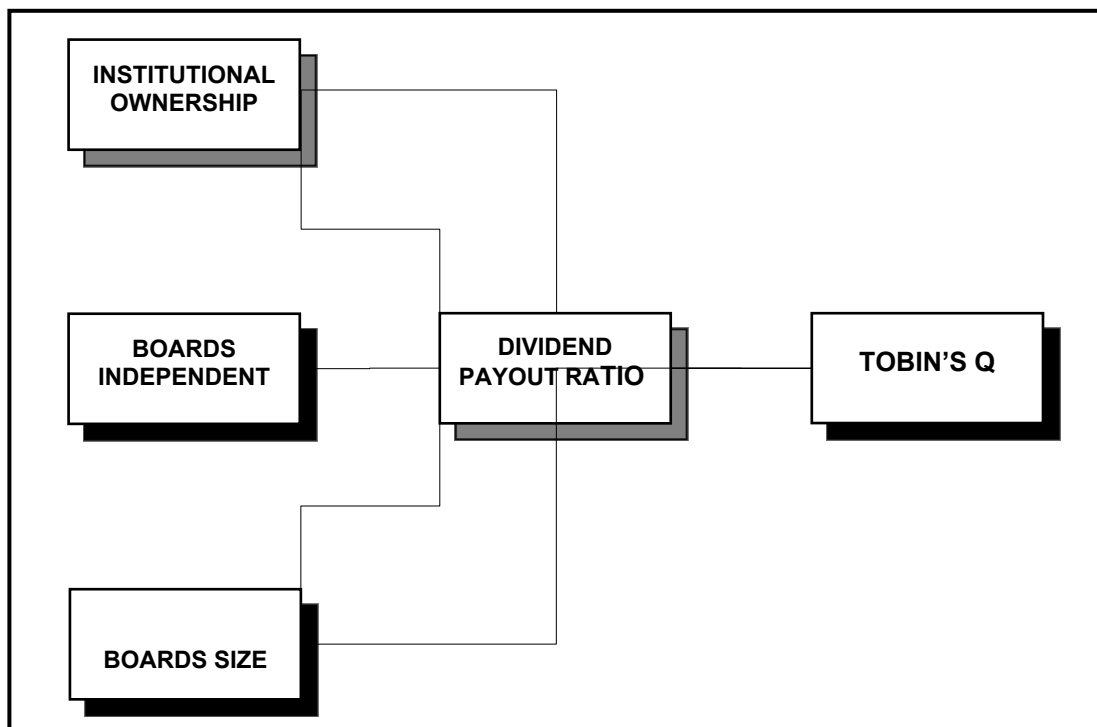
Hipotesis 9c:

Ukuran dewan komisaris (*boards size*) berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan (*Tobin's q*) yang dicapai.

Berdasarkan penjelasan teori dan hasil-hasil penelitian sebelumnya tentang hubungan *corporate governance* dan nilai perusahaan, dengan kebijakan dividen sebagai variabel intervening. Berdasarkan pula pada hipotesis 8 dan hipotesis 9 yang membentuk sub model satu dan sub model dua dari model penelitian empiris 3, maka dibangun model penelitian empirik 3 yang disajikan pada Gambar 2.9, berikut:

GAMBAR 2.9

MODEL PENELITIAN EMPIRIS 3:
STRUKTUR *CORPORATE GOVERNANCE* DAN NILAI PERUSAHAAN
SERTA MEDIASI KEBIJAKAN DIVIDEN



Sumber: Dikembangkan untuk disertasi ini

Berdasarkan pada Gambar 2.9 di atas dapat diketahui bahwa kebijakan dividen (yang diproksi *dividend payout ratio*) dipengaruhi oleh struktur *corporate governance* (yang diproksi *institutional ownership*; *boards independent*; dan *boards*

size). Selanjutnya, *dividend payout ratio* ini diprediksi akan mempengaruhi nilai perusahaan (yang diproksi dengan *Tobin' q*).

Gambar 2.9 di atas juga menunjukkan bahwa *Tobin' q* diprediksi dapat dipengaruhi baik secara langsung maupun tidak langsung (melalui *dividend payout ratio*) oleh variabel-variabel yang menjadi proksi dari struktur *corporate governance*. Dengan demikian *dividend payout ratio* adalah memediasi pengaruh *institutional ownership* dan *boards size* terhadap *Tobin's q*. Oleh karena itu, diperlukan suatu analisis untuk mengetahui arah dari hubungan tersebut, mengukur besarnya koefisien, serta signifikansi dari nilai koefisien yang diperoleh.

2.6 Pengaruh Mediasi *Dividend Payout Ratio* terhadap Hubungan Antara Struktur *Corporate Governance* dan Nilai Perusahaan

Kebijakan dividen yang diproksi dengan *dividend payout ratio* digunakan sebagai variabel intervening dalam hubungan kausalitas antara struktur *corporate governance*, yang diproksi dengan *institutional ownership* dan *boards size* dengan nilai perusahaan, yang diproksi dengan *Tobin's q*. Kebijakan dividen adalah suatu keputusan untuk menentukan besarnya bagian laba yang dibagikan kepada para pemegang saham. Kebijakan dividen ini sangat penting bagi perusahaan, karena pembayaran dividen mungkin mempengaruhi nilai perusahaan dan laba ditahan merupakan sumber dana internal yang terbesar dan terpenting bagi pertumbuhan suatu perusahaan. Sedangkan, bagi seorang investor dividen adalah merupakan komponen *return* disamping *capital gain* (Brigham dan Houston, 2006).

Dividend payout ratio digunakan sebagai variabel intervening dalam hubungan antara struktur *corporate governance* dan nilai perusahaan, dengan alasan: Pertama, Miller dan Modigliani (1961) dengan *dividend irrelevance theory* berpendapat bahwa kebijakan dividen adalah tidak relevan, karena tidak mempengaruhi sama sekali nilai perusahaan atau biaya modalnya. Nilai perusahaan tergantung pada kebijakan investasi asetnya, bukan pada berapa laba yang dibagi untuk dividen dan laba yang tidak dibagi. Pendapat ini secara klasik didukung oleh Black dan Scholes (1974), Pettit (1974), Miller dan Scholes (1978), dan Jose dan Stevens (1989). Kedua, Gordon dan Lintner (1963) dengan *bird in the hand theory*, berpendapat bahwa dividen lebih baik dari pada *capital gain*, karena dividen yang dibagi kurang berisiko lagi, oleh karenanya, perusahaan semestinya membentuk rasio pembayaran dividen yang tinggi dengan menawarkan *dividend yield* yang tinggi agar supaya dapat memaksimalkan harga sahamnya. Pendapat ini selanjutnya secara klasik didukung oleh Long (1978), Bhattacharya (1979), dan Allen et al. (2000).

Corporate governance merupakan pengendalian untuk mengatur dan mengelola perusahaan dengan maksud untuk meningkatkan kemakmuran dan akuntabilitas perusahaan, yang tujuan akhirnya untuk mewujudkan *shareholders value* (Monk dan Minow, 2001). Struktur *corporate governance* yang merupakan konsep yang didasarkan pada teori keagenan, diharapkan bisa berfungsi sebagai alat untuk memberikan keyakinan kepada para investor bahwa mereka akan menerima *return* atas dana yang telah mereka investasikan. Struktur *corporate governance* berkaitan dengan bagaimana para investor yakin bahwa manajer akan memberikan

keuntungan bagi mereka, yakin bahwa manajer tidak akan menggelapkan atau menginvestasikan ke dalam proyek-proyek yang tidak menguntungkan berkaitan dengan dana yang telah ditanamkan oleh investor, dan berkaitan dengan bagaimana para investor mengontrol para manajer (Shleifer dan Vishny, 1997).

Hasil penelitian yang menunjukkan adanya pengaruh positif dan signifikan *corporate governance* terhadap nilai perusahaan diantaranya adalah Black et al. (2002); Chhaochharia dan Grinstein (2006); Silveira dan Barros (2007); Dharmapala dan Khanna (2008); Garay dan González (2008). Sedangkan hasil penelitian yang menunjukkan adanya pengaruh positif dan signifikan dari *corporate governance* terhadap kebijakan dividen diantaranya adalah Shleifer dan Vishny (1986) dan Allen, Bernardo, dan Welch (2000) yang mencatat bahwa investor lembaga lebih suka memiliki saham-saham dari perusahaan yang membuat pembayaran dividen secara regular. Studi yang telah dilakukan oleh Kowalewski, Stetsyuk, dan Talavera (2007) menemukan bukti kuat bahwa praktek-praktek dari *corporate governance* adalah menentukan kebijakan dividen suatu perusahaan.

Berdasarkan telaah pustaka di atas, dirumuskan hipotesis yang terakhir yang merupakan hipotesis tentang mediasi dari variabel *dividend payout ratio* dalam hubungan antara variabel-variabel yang menjadi proksi struktur *corporate governance* dan variabel yang menjadi proksi nilai perusahaan. Pengujian hipotesis ini adalah untuk mengetahui bagaimana variabel-variabel yang menjadi proksi dari struktur *corporate governance* berpengaruh terhadap *Tobin's q*, apakah secara langsung ataukah melalui variabel *dividend payout ratio* sebagai mediator. Dengan

demikian, secara garis besar pernyataan hipotesis mediasi ini adalah menyangkut tentang pengaruh struktur *corporate governance* (yang diproksi dengan *institutional ownership* dan *boards size*) terhadap nilai perusahaan (yang diproksi *Tobin's q*) yang dimediasi oleh kebijakan dividen (diproksi *dividend payout ratio*).

Selanjutnya, terhadap pernyataan umum tentang hipotesis mediasi tersebut di atas, maka dapat dirumuskan dan diajukan dua hipotesis yang mengikutinya dan yang akan diuji secara empiris, yaitu sebagai berikut:

Hipotesis 10a:

Pengaruh kepemilikan institusi (*institutional ownership*) terhadap *Tobin's q* dimediasi oleh *dividend payout ratio*.

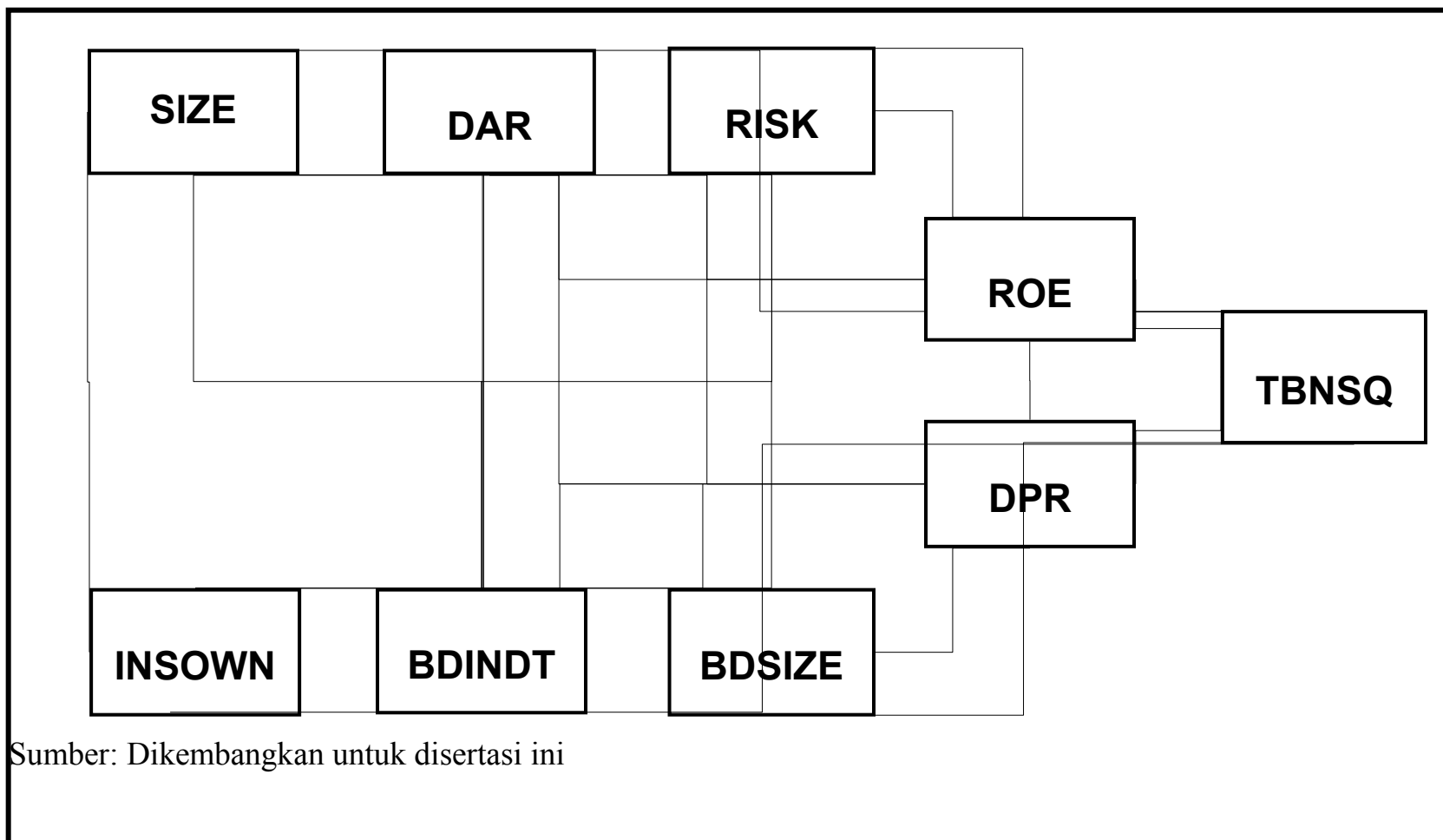
Hipotesis 10b:

Pengaruh ukuran dewan komisaris (*boards size*) terhadap *Tobin's q* dimediasi oleh *dividend payout ratio*.

Berdasarkan ketiga model penelitian empiris yang telah dikemukakan di atas, yaitu: Pertama, model penelitian empiris 1 tentang hubungan struktur *corporate governance* dengan perilaku oportunistik manajerial; Kedua, model penelitian empiris 2 tentang hubungan perilaku oportunistik manajerial dengan kebijakan dividen dan nilai perusahaan yang dimediasi oleh profitabilitas; dan Ketiga, model penelitian empiris 3 tentang hubungan struktur *corporate governance* dengan nilai perusahaan yang dimediasi oleh kebijakan dividen. Selanjutnya dapat dibangun suatu model penelitian empiris yang terintegrasi atau merupakan *full model* dari penelitian ini, yang dapat disajikan pada Gambar 2.10, sebagai berikut:

GAMBAR 2.10

MODEL PENELITIAN EMPIRIS TERINTEGRASI: STRUKTUR *CORPORATE GOVERNANCE*, PERILAKU OPRTUNISTIK MANAJERIAL, KEBIJAKAN DIVIDEN, DAN NILAI PERUSAHAAN



Dimana:

RISK	= <i>Syatematic Risk</i>
SIZE	= <i>Firm Size</i>
DAR	= <i>Debt to Total Assets Ratio</i>
ROE	= <i>Return on Equity</i>
DPR	= <i>Dividend Payout Ratio</i>
INSTOWN	= <i>Institutional Ownership</i>
BDINDT	= Komposisi Dewan Komisaris Independen
BDSIZE	= Ukuran Dewan Komisaris

Gambar 2.10 di atas dapat dipahami bahwa model penelitian empiris yang terintegrasi atau *full model* ini adalah merupakan penjabaran secara utuh dari usulan model teoritik dasar (*the proposed grand theoritical model*) yang telah dikemukakan sebelumnya. Dengan demikian, model penelitian empirik yang terintegrasi ini adalah menyangkut tentang: Kebijakan Dividen, Nilai Perusahaan, Perilaku Oportunistik Manajerial, dan Struktur *Corporate Governance*.

BAB III

METODE PENELITIAN DAN TEKNIK ANALISIS

3.1 Desain Penelitian

Penelitian ini menurut tingkat eksplanasinya termasuk dalam penelitian kausalitas, karena penelitian ini dilakukan untuk menguji hipotesis mengenai hubungan kausalitas antar satu atau beberapa variabel dengan satu atau beberapa variabel lainnya (Sugiono, 2006). Berdasarkan model penelitian yang dikembangkan ini diharapkan dapat lebih menjelaskan lagi hubungan kausalitas antar variabel yang dianalisis, dan sekaligus dapat membuat implikasi penelitian yang berguna untuk pengembangan ilmu pengetahuan serta sebagai suatu metode dan teknik bagi pemecahan masalah yang ada di lapangan.

Penelitian ini difokuskan pada pengujian secara empiris terhadap bangun model yang dikembangkan berdasarkan usulan model teoretikal dasar (*the proposed grand theoretical model*), sebagaimana yang telah dikemukakan pada Bab II. Identifikasi dan integrasi variabel-variabel determinan kebijakan dividen dalam kaitannya dengan pencapaian nilai perusahaan yang melibatkan struktur *corporate governance* dan perilaku oportunistik manajerial, dilakukan melalui tiga bangun model penelitian empiris. Pembentukan tiga model penelitian empiris ini adalah untuk menjawab masalah penelitian yang telah dieksplorasi ke dalam enam pertanyaan penelitian, sebagaimana telah dikemukakan pada Bab I.

Adapun, ketiga model penelitian empiris tersebut adalah terdiri dari: (1) model penelitian empiris tentang hubungan struktur *corporate governance* dengan perilaku oportunistik manajerial; (2) model penelitian empiris tentang hubungan perilaku oportunistik manajerial dengan kebijakan dividen dan nilai perusahaan yang dimediasi oleh tingkat profitabilitas; dan (3) model penelitian empiris tentang hubungan struktur *corporate governance* dengan nilai perusahaan yang dimediasi oleh kebijakan dividen.

3.2 Jenis dan Sumber Data

Jenis data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data kuantitatif, yaitu data yang dinyatakan dengan angka-angka yang menunjukkan besarnya nilai variabel yang diteliti. Sedangkan sumber data dalam penelitian ini adalah data sekunder, yaitu data yang didapat dari pihak lain yang telah menghimpunnya terlebih dahulu. Sumber data yang digunakan terdiri dari; (1) *Indonesian Capital Market Directory* (ICMD), terbitan tahun 2001 sampai dengan tahun 2008; (2) Laporan tahunan (*annual report*) untuk semua perusahaan yang terpilih menjadi anggota sampel, untuk tahun 2000 sampai dengan tahun 2007; (3) *JSX Monthly Statistic*, untuk terbitan Januari tahun 2000 sampai dengan Desember tahun 2007. Berdasarkan dimensi waktu dan urutan waktu, penelitian ini bersifat *cross-sectional* dan *time series* atau disebut *data panel* (*data pooled*), karena selain mengambil sampel berupa kejadian pada suatu waktu tertentu juga mengambil sampel berdasar urutan waktu.

3.3 Populasi dan Sampel

3.3.1 Populasi

Populasi adalah kumpulan individu atau obyek penelitian yang memiliki kualitas serta ciri-ciri yang telah ditetapkan. Berdasarkan pada kualitas dan ciri-ciri tersebut, populasi dapat dipahami sebagai kelompok individu atau obyek pengamatan yang minimal memiliki satu persamaan karakteristik (Cooper dan Emory, 1980). Adapun populasi dalam penelitian ini adalah seluruh perusahaan sektor manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI), dengan periode pengamatan mulai dari tahun 2000 sampai dengan tahun 2007.

Alasan digunakannya rentang waktu ini adalah, sebagai berikut: **Pertama**, penelitian ini menggunakan panel data atau *pooled data* yaitu gabungan antara *crossection data* dengan *time series* data. Jadi, semakin lebar rentang waktu yang digunakan, maka akan semakin banyak jumlah sampel yang dapat diperoleh; **Kedua**, data tahun 2000 digunakan sebagai awal periode, dengan harapan dapat diperoleh laporan keuangan dengan kondisi perusahaan yang lebih obyektif, karena relatif jauh dari krisis keuangan yang terjadi pada tahun 1997; **Ketiga**, data tahun 2007 digunakan sebagai akhir periode, karena pada waktu pengumpulan data, Bursa Efek Indonesia (BEI) terakhir menerbitkan ICMD untuk tahun 2008, yang memuat laporan keuangan perusahaan-perusahaan untuk tahun 2007. Selanjutnya, berdasarkan fenomena bisnis yang telah diuraikan pada Bab I, dapat diketahui bahwa jumlah seluruh perusahaan sektor manufaktur yang terdaftar di BEI antara tahun 2000 sampai dengan tahun 2007 adalah sebanyak 1208 perusahaan.

3.3.2 Sampel

Metode pengambilan sampel yang digunakan dalam penelitian ini adalah *purposive sampling*. Metode *purposive* ini merupakan metode pengambilan sampel dimana peneliti memiliki kriteria atau tujuan tertentu terhadap sampel yang akan diteliti (Indriantoro, 1999). Adapun kriteria sampel yang digunakan dalam penelitian ini adalah, sebagai berikut: (1) perusahaan tersebut mempublikasikan laporan keuangan per 31 Desember untuk tahun buku 2000 sampai dengan tahun buku 2007; (2) perusahaan tersebut membagikan dividen yang dapat diukur dengan *dividend payout ratio*; (3) tersedia data tentang persentase saham yang dimiliki oleh institusi (*institutional ownership*); (4) tersedia data tentang jumlah seluruh anggota dewan komisaris (*boards size*); (5) tersedia data tentang jumlah anggota dewan komisaris independen (*boards independent*); (6) perusahaan tersebut mempunyai informasi yang berkaitan dengan berbagai pengukuran variabel, seperti: nilai perusahaan yang diproksi dengan *Tobin's q*, *debt to assets ratio*, *return on equity*, dan *systematic risk*.

Berdasarkan fenomena bisnis yang telah diuraikan pada Bab I, dapat diketahui bahwa jumlah seluruh perusahaan sektor manufaktur yang terdaftar di BEI antara tahun 2000 sampai dengan tahun 2007 yang membayar dividen adalah sebanyak 349 perusahaan. Selanjutnya, dikemukakan proses pemilihan sampel yang ditempuh dalam penelitian ini, dan disajikan pada Tabel 3.1 sebagai berikut:

TABEL 3.1
PROSES PEMILIHAN SAMPEL PENELITIAN

Keterangan / Tahun	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
▪ Jumlah seluruh perusahaan yang terdaftar di BEI	307	323	329	333	330	339	343	393
▪ Jumlah perusahaan manufaktur	155	157	155	152	150	146	142	151
▪ Membagi dividen	45	52	49	43	48	45	47	40
Perusahaan manufaktur yang membagikan dividen diantaranya yang memiliki:								
▪ Investor Institutional	42	42	48	42	47	43	47	40
▪ Anggota Komisaris Independen	12	32	31	31	41	39	41	36
▪ Jumlah perusahaan yang memenuhi kriteria	8	32	26	31	40	39	41	36

Sumber: *Indonesian Capital Market Directory* yang diolah kembali.

3.4 Definisi Operasional dan Pengukuran Variabel

Masalah dalam penelitian ini dirumuskan menjadi model yang bersifat simultan, yaitu suatu model yang dibentuk melalui lebih dari satu variabel dependen yang dijelaskan oleh satu atau beberapa variabel independen, dimana sebuah variabel dependen pada saat yang sama akan berperan sebagai variabel independen bagi hubungan berjenjang lainnya (Ferdinand, 2005). Struktur *corporate governance* dalam penelitian ini adalah merupakan variabel independen yang sesungguhnya. Sebagaimana telah dikemukakan bahwa menurut *World Bank* (1999), mekanisme dan atau struktur *corporate governance* dibagi menjadi dua, yaitu mekanisme internal dan eksternal. Teori keagenan lebih menyoroti aspek mekanisme *internal corporate*

governance (Eisenhardt, 1989). Dengan demikian mekanisme atau lebih tepatnya struktur *corporate governance* yang digunakan dalam penelitian ini adalah struktur *corporate governance* internal yang diproksi dengan kepemilikan institusional, proporsi dewan komisaris independen, dan ukuran dewan komisaris. Sedangkan variabel yang benar-benar merupakan variabel dependen dalam penelitian ini adalah variabel yang merupakan proksi dari nilai perusahaan, yaitu *Tobin's q*.

Variabel-variabel dependen dalam penelitian ini yang pada saat yang sama juga berperan sebagai variabel independen bagi hubungan berjenjang lainnya, adalah variabel-variabel yang menggambarkan perilaku oportunistik manajerial dan kebijakan dividen. Perilaku oportunistik manajerial digambarkan dengan variabel, tingkat *leverage (debt to assets ratio)*, ukuran perusahaan (*total assets*) dan risiko sistematis (*systematic risk*), sedangkan kebijakan dividen diproksi dengan variabel *dividend payout ratio*.

3.4.1 Nilai Perusahaan

Nilai perusahaan sebagai variabel dependen yang sesungguhnya dalam penelitian ini diperkirakan akan dipengaruhi secara signifikan oleh struktur *corporate governance*. Pengaruh ini baik secara langsung maupun melalui variabel-variabel yang menggambarkan perilaku oportunistik manajerial dan kebijakan dividen, sebagaimana telah dikemukakan dalam usulan model teoritis dasar.

Banyak alternatif yang dapat digunakan untuk menentukan proksi dari nilai perusahaan, salah satunya adalah *Ratio q* juga disebut *Tobin's q*, yang dikembangkan oleh James Tobin (1967). *Tobin's q* ditentukan sebagai rasio nilai pasar dari aktiva

dengan nilai buku dari aktiva tersebut. Beberapa peneliti diantaranya: Black et al. (2002); Brown dan Caylor (2004); Bøhren dan Ødegaard (2004); Wei et al. (2005); Imam dan Malik (2007); Khan, Balachandran, dan Mather (2007); Kowalewski et al. (2007); Amidu (2007); Fahlenbrach dan Stulz (2007); Javed dan Iqbal (2007); Dharmapala dan Khanna (2008); Belcredil dan Rigamonti (2008) menggunakan *Tobin's q* sebagai proksi dari nilai perusahaan. Alternatif lainnya dalam menentukan proksi dari nilai perusahaan ini adalah *price to book value* (P/BV). *Price to book value* yaitu rasio dari harga per lembar saham dengan nilai buku per lembar saham. Beberapa peneliti yang menggunakan proksi P/BV dalam menentukan nilai perusahaan adalah Shahid (2003), Lundstrum (2005), Silveira dan Barros (2007); dan Garay dan González (2008).

Nilai perusahaan dalam penelitian ini diproksi dengan *Tobin's q*, alasannya adalah bahwa rasio ini merupakan konsep yang berharga untuk mengukur kemakmuran pemilik, karena menunjukkan estimasi pasar keuangan saat ini tentang nilai hasil pengembalian dari setiap satuan uang untuk tambahan (inkremental) investasi. Copeland (2002) dan Lindenberg dan Ross (1981) menunjukkan bagaimana *Tobin's q* dapat diterapkan pada setiap perusahaan, dan mereka menemukan bahwa beberapa perusahaan dapat mempertahankan *Tobin's q* yang lebih besar dari satu.

3.4.2 Kepemilikan Institusional

Kepemilikan institusional (*institutional ownership*) sebagai salah satu variabel yang menjadi proksi dari struktur *corporate governance* dan sering disebut sebagai investor yang canggih (*sophisticated*) diperkirakan akan berpengaruh terhadap

variabel-variabel yang menjadi proksi dari perilaku oportunistik manajerial, kebijakan dividen dan nilai perusahaan. Beiner et al. (2003) menyatakan bahwa kepemilikan institusional adalah merupakan jumlah persentase hak suara yang dimiliki oleh institusi. Dalam penelitian ini, kepemilikan institusional diukur dengan menggunakan indikator persentase jumlah saham yang dimiliki institusi dari seluruh modal saham yang beredar, sebagaimana yang telah digunakan oleh beberapa peneliti seperti; Clay (2002); Hartzell dan Starks (2003); Beiner et al. (2003); Karathanassis dan Chrysanthopoulou (2004); Shen et al. (2006); Fernandez dan Anson (2006); Cornertt et al. (2006); Bhattacharya dan Graham (2007); Li dan Zhao (2007); Lee (2008).

3.4.3 Komposisi Dewan Komisaris Independen

Corporate governance merupakan struktur dan mekanisme pengendalian untuk mengatur dan mengelola perusahaan dengan maksud untuk meningkatkan kemakmuran dan akuntabilitas perusahaan, yang tujuan akhirnya untuk mewujudkan *shareholders value* (Monk dan Minow, 2001). Pengendalian diarahkan pada pengawasan perilaku manajer, sehingga tindakan yang dilakukan manajer dapat bermanfaat bagi perusahaan dan pemilik. Fan dan Claessens (2002) mengemukakan bahwa terdapat beberapa struktur dan mekanisme *corporate governance* yang dapat digunakan, yang mana salah satunya adalah dengan menghadirkan anggota dewan komisaris independen dalam komposisi dewan komisarisnya.

Efektivitas dewan komisaris dalam menyeimbangkan kekuatan CEO sangat dipengaruhi oleh tingkat independensi dari dewan komisaris tersebut (Lorsch, 1989; Mizuchi, 1983; Zahra dan Pearce, 1989). Komite Nasional Kebijakan *Governance*

(KNKG, 2004) menyatakan bahwa komisaris independen adalah anggota dewan komisaris yang tidak terafiliasi dengan manajemen, anggota dewan komisaris lainnya dan pemegang saham pengendali, serta bebas dari hubungan bisnis atau hubungan lainnya yang dapat mempengaruhi kemampuannya untuk bertindak independen atau bertindak semata-mata demi kepentingan perusahaan.

Dengan demikian, komposisi dewan komisaris independen merupakan salah satu variabel dari struktur *corporate governance* internal yang diperkirakan akan berpengaruh terhadap variabel-variabel perilaku oportunistik manajerial, kebijakan dividen dan nilai perusahaan. Dalam penelitian ini, proporsi dewan komisaris independen diukur dengan menggunakan indikator persentase anggota dewan komisaris yang berasal dari luar perusahaan dari seluruh ukuran anggota dewan komisaris perusahaan, sebagaimana yang telah digunakan oleh beberapa peneliti seperti; Klein (2002), Peasnell et al. (2001), Chtourou et al. (2001), Pratana dan Mas'ud (2003); Hermalin dan Weisbach (2003); Xie et al. (2003); Prasanna (2006); Tang (2007); Garg (2007); Pathan, Skully, dan Wickramanayake (2007); Javed dan Iqbal (2007); Samad et al. (2008).

3.4.4 Ukuran Dewan Komisaris

Beiner et al. (2003) menyatakan bahwa ukuran dewan komisaris adalah merupakan jumlah anggota dewan komisaris perusahaan. Sejalan dengan itu, Komite Nasional Kebijakan Governance (KNKG, 2004) menyatakan bahwa dewan komisaris bertanggung jawab dan berwenang mengawasi tindakan manajemen, dan memberikan nasehat kepada manajemen jika dipandang perlu oleh dewan komisaris. Dengan

demikian, ukuran dewan komisaris sebagai salah satu variabel dari struktur *corporate governance* internal diperkirakan akan berpengaruh secara signifikan terhadap variabel-variabel yang menjadi proksi dari perilaku oportunistik manajerial, kebijakan dividen dan nilai perusahaan.

Dalam penelitian ini, ukuran dewan komisaris akan ditentukan dengan menggunakan indikator jumlah anggota dewan komisaris suatu perusahaan, sebagaimana yang telah digunakan oleh beberapa peneliti, seperti: Lipton dan Lorsch (1992), Jensen (1993), Yermack (1996), Beasley (1996), Eisenberg et al. (1998), Dalton et al. (1999), Allen dan Gale (2000), Beiner et al. (2003), Mak dan Kusnadi (2004), Mayur dan Saravanan (2006), Garg (2007), Nguyen dan Faff (2007), Samad et al. (2008), Belkhir (2008), Belcredil dan Rigamonti (2008).

3.4.5 Ukuran Perusahaan

Teori keagenan sebagaimana dikutip oleh Amihud dan Lev (1981) mengungkapkan bahwa, para manajer biasanya tergoda dengan insentif untuk ekspansi dalam ukuran perusahaan dan membeli aktiva yang tidak ada kaitan dengan bisnis utamanya, karena tindakan ini akan mempertahankan posisinya (Mann dan Neil, 1991). Ukuran perusahaan (*firm size*) sebagai salah satu variabel yang menggambarkan perilaku oportunistik dari manajerial diperkirakan akan berpengaruh secara signifikan terhadap kebijakan dividen (*dividend payout ratio*) dan nilai perusahaan (*Tobin's q*). Selanjutnya, variabel ukuran perusahaan (*firm size*) ini diperkirakan akan dipengaruhi secara signifikan oleh variabel-variabel yang menjadi proksi dari struktur *corporate governance*.

Beberapa peneliti seperti; Lemmon dan Lins (2001), Mitton (2004), Lundstrum (2005), Jiraporn dan Ning (2006), Denis dan Osobov (2007), Silveira (2007), Amidu (2007), Papadopoulos dan Charalambidis (2007), dan Kowalewski et al. (2007), Belcredil dan Rigamonti (2008) menggunakan proksi Ln (*Total Assets*) untuk nilai perusahaan. Sedangkan beberapa penelitian lainnya seperti; Farinha (2002), Naceur et al. (2006), Zhou dan Ruland (2006), Jun et al. (2006), Li dan Zhao (2007) menggunakan Ln (*Market Valuetion*). Proksi dari ukuran perusahaan dalam penelitian ini adalah menggunakan Ln (*Total Assets*), dengan alasan bahwa perilaku oportunistik manajerial lebih ditunjukkan dengan pembelian aktiva yang berlebihan (*overinvestment*) dan tidak relevan dengan kegiatan bisnis utama perusahaan, Jensen (1986) berargumen bahwa manajer pada perusahaan publik memiliki insentif untuk melakukan ekspansi perusahaan melebihi ukuran optimal.

3.4.6 Tingkat *Leverage*

Manajer mempunyai kecenderungan untuk menggunakan *free cash flow* yang tersedia untuk digunakan pada aktivitas yang tidak dalam kepentingan terbaik dari para pemegang saham. Sejalan dengan hal tersebut, Jensen (1986) berpendapat bahwa suatu perusahaan dengan *free cash flows* yang substansiil cenderung untuk mengadopsi proyek-proyek investasi dengan *net present value* yang negatif. *Managerial opportunism hypothesis* menyatakan bahwa para manajer yang berperilaku oportunistik akan menahan *cash* dalam perusahaan, menyediakan mereka untuk mengkonsumsi lebih banyak penghasilan tambahan, menggunakan dalam membangun kerajaan, dan menginvestasikan dalam proyek-proyek dan pendapatan

yang mungkin meningkatkan gengsi pribadi mereka tetapi tidak bermanfaat bagi para pemegang saham (Jiraporn dan Ning 2006).

Dengan demikian, perilaku oportunistik manajerial dalam penggunaan *free cash flows* akan menjadikan struktur modal perusahaan didominasi oleh ekuitas, atau dengan kata lain tingkat *leverage* perusahaan adalah rendah. Dalam penelitian ini tingkat *leverage* adalah merupakan salah satu variabel yang menggambarkan perilaku oportunistik dari manajerial, yang diperkirakan berpengaruh secara signifikan terhadap kebijakan dividen (*dividend payout ratio*) dan nilai perusahaan (*Tobin's q*). Selain itu, tingkat *leverage* atau *debt ratio* ini diperkirakan akan dipengaruhi oleh variabel-variabel mekanisme *corporate governance*.

Beberapa peneliti seperti; Jiraporn dan Ning (2006), Zhou dan Ruland (2006), Mancinelli dan Ozkan (2006), Faulkender et al. (2006), Amidu (2007), Kowalewski et al. (2007), Renneboog dan Szilagyi (2007), Li dan Zhao (2007) menggunakan *Debt to Assets Ratio* (DAR) sebagai proksi dari *leverage*. Sedangkan beberapa peneliti lainnya seperti; Shahid (2003), Adelegan (2003), Ho (2003), Kumar (2003), Deb dan Chaturvedula (2004), Lundstrum (2005), An et al. (2006), Vieira (2006), Al-Malkawi (2007), Jeong (2008), Belcredil dan Rigamonti (2008) menggunakan *Debt to Equity Ratio* (DER) sebagai proksi dari *leverage*. Proksi dari *leverage* dalam penelitian ini adalah *Debt to Assets Ratio* (DAR), dengan alasan bahwa *Debt to Assets Ratio* lebih dapat menggambarkan proporsi total hutang terhadap seluruh aset yang dikuasai perusahaan. Namun demikian, disamping itu para manajer juga mempunyai kecenderungan untuk menggunakan hutang yang tinggi

bukan atas dasar maksimisasi nilai perusahaan, melainkan untuk kepentingan oportunistik mereka (Jensen dan Meckling, 1976).

3.4.7 Tingkat Risiko

Risiko dapat didefinisikan sebagai variabilitas *return* dari apa yang diharapkan (Brealey, Stewart, dan Alan, 1995). Dengan kata lain, risiko adalah sebagai kemungkinan bahwa *return* sesungguhnya dari suatu investasi akan lebih rendah dari *return* yang diharapkan. Berdasarkan pendekatan pasar modal, risiko secara keseluruhan (*total risk*) adalah terdiri dari dua komponen yaitu risiko sistematis (*systematic risk* atau *market risk* atau *nondiversiable risk*) dan risiko tidak sistematis (*unsystematic risk* atau *company specific risk* atau *diversifiable risk*). Penelitian ini menggunakan *Tobin's q* sebagai proksi dari nilai perusahaan, tepatnya nilai pasar perusahaan, dengan demikian risiko pasar (*systematic risk*) ini merupakan pendekatan tingkat risiko yang paling relevan.

Systematic risk merupakan risiko yang terjadi karena pengaruh pasar secara keseluruhan misalnya perubahan keadaan perekonomian secara umum, diantaranya pengaruh kebijakan fiskal dan moneter, serta inflasi. Sedangkan *unsystematic risk* adalah risiko unik yang terdapat pada suatu perusahaan atau industri tertentu, seperti pemogokan, ketinggalan teknologi, dan pengembangan produk baru. *Unsystematic risk* adalah bagian dari total risiko investasi pada sekuritas yang dapat dihilangkan dengan diversifikasi portofolio, sehingga disebut juga *diversifiable risk*. Apabila investor diasumsikan bertindak rasional, yaitu berusaha menghilangkan risiko tidak

sistematis dengan melakukan diversifikasi, maka risiko total hanya berupa risiko sistematis yang dinyatakan dengan koefisien Beta (β).

Konflik kepentingan antara manajer dengan pemegang saham terjadi dengan asumsi bahwa pemilik dan agen mempunyai kepentingan yang berbeda terhadap risiko (Amihud dan Lev 1981, Jensen 1986, Lane, et al. 1988). Perbedaan terhadap risiko ini dijelaskan oleh Amihud dan lev (1981) bahwa *shareholder* lebih berkepentingan terhadap *systematic risk*, hal ini disebabkan para investor melakukan investasi pada portofolio yang terdiversifikasi dengan baik, sedangkan manajer lebih berkepentingan terhadap seluruh risiko terutama *unsystematic risk*.

CAPM merupakan model yang menghitung risiko yang tidak terdiversifikasi atau *systematic risk* dari suatu portofolio yang terdiversifikasi dengan baik. Model ini didasari oleh teori portofolio yang dikemukakan oleh Markowitz. Berdasarkan model Markowitz, masing-masing investor diasumsikan akan mendiversifikasikan potrfolio-nya dan memilih portofolio yang optimal atas dasar referensi investor terhadap *return* dan risiko. Disamping asumsi tersebut, menurut Pobozi (2003) ada sembilan asumsi lain dalam CAPM yang dibuat untuk menyederhanakan realitas yang ada. Salah satu dari asumsi tersebut adalah bahwa semua investor menggunakan sumber informasi seperti tingkat *return*, *varians return* dan matriks korelasi yang sama dalam kaitannya dengan pembentukan portofolio yang efisien, yang berarti model CAPM ini tidak menghendaki adanya *asymmetric information*.

Asumsi-asumsi model CAPM memang terlihat tidak realistis, misalnya tidak adanya biaya transaksi, inflasi, pajak pendapatan, dan hanya satu periode waktu.

Asumsi tersebut sulit ditemui di dalam dunia nyata, akan tetapi model CAPM merupakan model yang bisa menggambarkan atau memprediksi realitas di pasar yang bersifat kompleks. Dihadirkannya struktur *corporate governance* dalam *grand theoretical* dan *empirical model* dalam penelitian ini diharapkan dapat mengurangi potensi kuat terjadinya *asymmetric information*. Oleh karena itu, CAPM sebagai sebuah model yang seimbang, bisa membantu menyederhanakan gambaran hubungan *return* dan risiko dalam dunia nyata yang seringnya bersifat sangat kompleks.

Beberapa peneliti seperti Rozeff (1982), Jun et al. (2006), Moser dan Puckett (2008), Barnes dan Lee (2008), Sorescu dan Spanjol (2008) dalam studinya menggunakan risiko sistematis (BETA). Beberapa peneliti lainnya seperti; Ghosh et al. (2000), Booth et al. (2001), Pao dan Chih (2005), Chen dan Strange (2006), Supanvanij (2006) menggunakan volatilitas ROA, berarti semakin tinggi keragaman ROA maka akan semakin berisiko. Tingkat risiko dapat pula diukur dengan menggunakan *Coefficient of Variation of first difference in EBIT*, atau merupakan ukuran keragaman relatif dari EBIT perusahaan, semakin tinggi *Coefficient of Variation* (CV) maka laba bisnis akan semakin berisiko (Chaplinsky, 1984; Bradley, Jarrel dan Kim, 1984; dan Burgman, 1996, dalam Lumbantobing, 2008).

Berdasarkan uraian di atas, maka proksi dari tingkat risiko yang digunakan dalam penelitian ini adalah *systematic risk*. Ada tiga alasan digunakannya risiko sistematis ini sebagai proksi dari tingkat risiko, yaitu: 1) penelitian ini menggunakan *Tobin's q* sebagai proksi dari nilai pasar perusahaan, sehingga pendekatan risiko yang relevan adalah *market risk*. 2) risiko sistematis merupakan *total market risk*; dan 3)

shareholders lebih berkepentingan terhadap *systematic risk* karena mereka melakukan investasi pada portofolio yang terdiversifikasi dengan baik. Selanjutnya, dapat dikemukakan bahwa data yang dianalisis untuk memperoleh nilai koefisien *systematic risk* atau Beta ini adalah berdasarkan return bulanan.

3.4.8 Profitabilitas

Profitabilitas dalam penelitian ini berperan sebagai variabel intervening bagi hubungan antara perilaku oportunistik manajerial (ukuran perusahaan, risiko bisnis, tingkat *leverage*) dengan kebijakan dividen dan nilai perusahaan. Adapun alasan diikutsertakannya profitabilitas sebagai variabel intervening dalam penelitian ini adalah bahwa beberapa penelitian yang menguji pengaruh profitabilitas terhadap kebijakan dividen menunjukkan hasil yang positif dan signifikan, diantaranya: Baker dan Powell, 2000; Baker, Veit, dan Powell, 2001; Baker, Mukherjee, dan Paskelian, 2005; Naceur, Goaied, dan Belanes, 2006; Denis dan Osobov, 2007; Al-Malkawi, 2007; Hedensted dan Raaballe, 2007. Selanjutnya, beberapa penelitian yang menguji pengaruh profitabilitas terhadap nilai perusahaan menunjukkan hasil yang positif dan signifikan, diantaranya adalah: Ball dan Brown, 1968; Beaver et al. ,1979; Kormendi dan Lipe, 1987; Lipe 1986; Collins dan Kothari, 1989, Ohlson, 1995; Burgstahler dan Dichev, 1997; Barth et al. 1998; Natarsyah S., 2002. Sedangkan penelitian-penelitian yang menguji pengaruh ukuran perusahaan, risiko bisnis, dan *financial leverage* terhadap kebijakan dividen sebagaimana telah diungkapkan dalam beberapa hipotesis di atas, menunjukkan hasil yang berbaur atau simpangsiur.

Beberapa peneliti, diantaranya: Lemmon dan Lins, 2001; Shahid, 2003; Naceur et al., 2006; Denis dan Osobov, 2007; Pathan et al., 2007; Kowalewski et al., 2007; Amidu, 2007; Chen dan Sun, 2007; Samad et al., 2008; Belkhir, 2008 menggunakan *return on assets* (ROA) sebagai proksi dari profitabilitas dalam kegiatan penelitiannya. Sedangkan, dalam penelitian ini proksi dari profitabilitas adalah *return on equity* (ROE), seperti yang telah digunakan oleh beberapa peneliti sebelumnya, yaitu: Shahid (2003) Zhou dan Ruland (2006); Pranoto (2006), Pathan, Skully, dan Wickramanayake (2007), Amidu (2007), Denis dan Osobov (2007); Al-Malkawi (2007), Vieira (2007), Samad *et al.* (2008), Hedensted dan Raaballe (2008). Alasan digunakannya *return on equity* (ROE) sebagai proksi dari profitabilitas adalah bahwa *return on equity* ini merupakan rasio akuntansi yang paling penting, dan lebih dapat menggambarkan tingkat pengembalian dari dana yang diinvestasikan oleh pemilik dilihat dari kaca mata akuntansi (Brigham dan Houston, 2006, h. 109-110).

3.4.9 Kebijakan Dividen

Kebijakan dividen adalah merupakan *issue central* dalam penelitian ini, yang diperkirakan secara signifikan akan dipengaruhi oleh variabel-variabel perilaku oportunistik manajerial dan variabel-variabel yang menggambarkan struktur *corporate governance*. Selanjutnya, setelah memperhitungkan kedua variabel di atas, maka diharapkan akan menjadi jelas hubungan antara kebijakan dividen ini dengan nilai perusahaan. Berdasarkan telaah literatur terdapat tiga bentuk proksi dari kebijakan dividen (*dividend policy*) yang dapat dipertimbangkan yaitu *dividend payout ratio*, *dividend yield*, dan *dummy dividend*.

Beberapa peneliti seperti; Mollah et al. (2000), Ahmed et al. (2002), Panno (2003), Mitton (2004), Deshmukh (2005), Eldomiaty et al. (2005), Ju et al. (2005), Tong dan Green (2005), Faulkender et al. (2006), Jun et al. (2006), Silveira dan Barros (2007) dalam kegiatan penelitiannya menggunakan *dividend payout ratio* sebagai proksi dari kebijakan dividen. Peneliti-peneliti lainnya, seperti; Rozeff (1982), Easterbrook (1984), Rommon (2000), Fama dan French (2002), Dickens et al. (2002), Brown dan Caylor (2004), Naceur et al. (2006), dan Al-Malkawi (2007) menggunakan *dividend yield* sebagai proksi dari kebijakan dividen. Sedangkan peneliti-peneliti seperti Graham dan Kumar (2006), Jiraporn dan Ning (2006), Pranoto (2006), Denis dan Osobov (2007), Amidu (2007), Li dan Zhao (2007) menggunakan *dummy dividend* dalam penelitiannya, yaitu dengan memberikan nilai 1 (satu) untuk perusahaan yang membayar dividen dan memberikan nilai 0 (nol) untuk perusahaan-perusahaan yang tidak membayar, sebagai proksi dari kebijakan dividen.

Proksi dari kebijakan dividen yang dipilih untuk penelitian ini adalah *Dividend Payout Ratio* (DPR), dengan alasan bahwa *dividend payout ratio* lebih dapat menggambarkan perilaku oportunistik manajerial yaitu dengan melihat berapa besar keuntungan yang dibagikan kepada *shareholders* sebagai dividen dan berapa yang disimpan di perusahaan. Para manajer mempunyai peluang untuk menggunakan bagian dari keuntungan yang tersimpan di perusahaan itu untuk menunjang perilaku oportunistiknya. Selanjutnya, untuk lebih menjelaskan tentang pengukuran dari berbagai variabel dan indikator penelitian yang digunakan dalam penelitian ini, maka disajikan pada Tabel 3.2 sebagai berikut:

TABEL 3.2

DEFINISI OPERASIONAL DAN PENGUKURAN VARIABEL PENELITIAN

Variabel	Dimensi / Konsep Variabel	Pengukuran Variabel	Justifikasi
•Nilai Perusahaan (TBNSQ)	•Suatu konsep yang menunjukkan estimasi pasar keuangan saat ini tentang nilai hasil pengembalian dari setiap investasi inkremental (Copeland, 2002; dan Lindenberg dan Ross, 1981).	• TBNSQ = $(MVE + DEBT) / TA$ MVE = Market Value of Equity TA = Total Assets DEBT = (Current Liabilities - Current Assets) + Inventories + Non-Current Liabilities.	•Clay, 2002; Brown dan Caylor, 2004; Lasfer, 2006; Kowalewski et al., 2007; Amidu, 2007; Imam dan Malik, 2007; Khan et al., 2007; Belcredi dan Rigamonti, 2008.
Mekanisme <i>Corporate Governance</i>	Suatu sistem yang dibentuk untuk mengendalikan dan mengarahkan operasional perusahaan (Monk dan Minow, 2001; Bonazzi dan Islam, 2007).		
• Kepemilikan Institusional (INSOWN)	•Merupakan jumlah kepemilikan saham oleh investor institusi terhadap seluruh jumlah saham yang beredar.	•Persentase jumlah saham yang dimiliki institusi dari jumlah seluruh saham yang beredar.	• Clay, 2002; Hartzell dan Starks, 2003; Fernandez dan Anson, 2006; Bhattacharya dan Graham, 2007; Li dan Zhao, 2007; Lee, 2008.
•Komposisi Dewan Komisaris Independen (BDINDT)	•Merupakan jumlah anggota dewan komisaris yang berasal dari luar perusahaan (independen) terhadap keseluruhan jumlah anggota dewan komisaris.	•Persentase jumlah anggota dewan komisaris independen dari keseluruhan jumlah anggota dewan komisaris.	•Chtourou <i>et al.</i> , 2001; Xie <i>et al.</i> , 2003; Prasanna, 2006; Tang, 2007; Javed dan Iqbal, 2007; Samad <i>et al.</i> , 2008.

<ul style="list-style-type: none"> •Ukuran Dewan Komisaris (BDSIZE) 	<ul style="list-style-type: none"> •Merupakan Jumlah seluruh anggota dewan komisaris yang dimiliki perusahaan. 	<ul style="list-style-type: none"> •Jumlah seluruh anggota dewan komisaris yang dimiliki perusahaan. 	<ul style="list-style-type: none"> •Beiner <i>et al</i>, 2003; Belkhir, 2006; Garg, 2007; Nguyen dan Faff, 2007; Samad <i>et al.</i>, 2008; Belcredil dan Rigamonti, 2008.
<p>Perilaku Oportunistik Manajerial</p>	<p>Suatu perilaku manajer yang bertindak dalam kepentingan terbaik bagi dirinya, dan tidak dalam kepentingan terbaik bagi para pemegang saham (Jensen, 1976 dalam Nizar, 2007; dan Jensen, 1986 dalam Jiraporn dan Ning, 2006).</p>		
<ul style="list-style-type: none"> •Ukuran Perusahaan (SIZE) 	<ul style="list-style-type: none"> •Merupakan ukuran dari besarnya jumlah seluruh kekayaan (<i>total assets</i>) yang dimiliki perusahaan 	<ul style="list-style-type: none"> • Natural Logarithm of Total Asset 	<ul style="list-style-type: none"> •Lundstrum, 2005; Jiraporn dan Ning, 2006; Fishman <i>et al</i>, 2005; Belkhir, 2006; Denis dan Osobov, 2007; Silveira, 2007; Kowalewski <i>et al.</i> 2007; Belcredil dan Rigamonti, 2008.
<ul style="list-style-type: none"> •Leverage (DAR) 	<ul style="list-style-type: none"> •Merupakan ukuran (proporsi) dari penggunaan total hutang untuk membiayai seluruh investasi perusahaan. 	<ul style="list-style-type: none"> •DAR = Total Debt/ Total Assets 	<ul style="list-style-type: none"> •Lemmon dan Lins, 2001; Ahmed <i>et al.</i>, 2002; Jiraporn dan Ning, 2006; Zhou dan Ruland, 2006; Faulkender <i>et al.</i>, 2006 Renneboog dan Szilagyi, 2007; Li dan Zhao, 2007.

<ul style="list-style-type: none"> •Tingkat Risiko (BETA) 	<ul style="list-style-type: none"> •Merupakan ukuran dari risiko sistematis (<i>syatematic risk</i>) yang dimiliki perusahaan. •Data yang dianalisis untuk memperoleh nilai koefisien Beta ini adalah berdasarkan return bulanan. 	<ul style="list-style-type: none"> •$R_i = \alpha_i + \beta_i \cdot R_m + e_i$ R_i = Return Saham i β_i = Beta Saham i α_i = Intercept R_m = Return Market e_i = Random Error 	<ul style="list-style-type: none"> •Rozeff, 1982; Jun et al., 2006; Belkhir, 2006; Khan et al., 2007; Moser dan Puckett, 2008; Barnes dan Lee, 2008; Sorescu dan Spanjol, 2008.
<ul style="list-style-type: none"> • Profitabilitas (ROE) 	<ul style="list-style-type: none"> •Merupakan ukuran dari tingkat pengembalian (<i>return</i>) atas seluruh ekuitas yang dimiliki perusahaan. 	<ul style="list-style-type: none"> •ROE = EAT/ Total Equity ROE = Return on Equity EAT = Earning After Tax 	<ul style="list-style-type: none"> •Grullon et al., 2003; Shahid, 2003; Denis dan Osobov, 2007; Al-Malkawi, 2007; Amidu, 2007; Hedensted Raaballe, 2008.
<ul style="list-style-type: none"> • Kebijakan Dividen (DPR) 	<ul style="list-style-type: none"> •Merupakan ukuran (proporsi) dari laba bersih perusahaan yang dibagikan kepada pemegang saham. 	<ul style="list-style-type: none"> •$DPR = DPS / EPS$ DPR = Dividend Payout Ratio DPS = Dividend Per Share EPS = Earnings Per Share 	<ul style="list-style-type: none"> •Mollah et al., 2000; Mitton, 2004; Deshmukh, 2005; Eldomiaty et al., 2005; Faulkender et al., 2006; Jun et al., 2006; Silveira dan Barros, 2007.

3.5 Metode Analisis Data

Penelitian ini menggunakan *path analysis* untuk mengetahui dan menganalisis pengaruh dari variabel-variabel eksogen terhadap variabel-variabel endogen. *Path analysis* dikembangkan oleh Sewall Wright (1934, dalam Bachrudin dan Tobing, 2003) dengan tujuan untuk menerangkan akibat langsung dan tidak langsung dari seperangkat variabel, sebagai variabel penyebab, terhadap seperangkat variabel lainnya yang merupakan variabel akibat.

Beberapa persyaratan yang harus dipenuhi dalam prosedur pengolahan data menggunakan *path analysis* dapat dikemukakan sebagai berikut: 1) hubungan antar variabel bersifat linier dan aditif; 2) semua variabel residu tidak saling berkorelasi; 3) pola hubungan antar variabel bersifat rekursif yaitu bahwa hubungan sebab akibat bersifat searah; tidak timbal balik; dan 4) Tingkat pengukuran semua variabel sekurang-kurangnya interval.

Hair et al. (1998) menyatakan bahwa terdapat empat langkah yang harus ditempuh untuk menggunakan *path analysis* ini, yaitu: 1) mengembangkan model, yang harus dilakukan berdasarkan teori; 2) mengembangkan diagram jalur untuk menunjukkan hubungan kausalitas; 3) konversi diagram jalur ke dalam serangkaian persamaan struktural dan spesifikasi model pengukuran; dan 4) pemilihan matriks input dan teknik estimasi atas model yang dibangun.

3.5.1 Diagram Jalur Model penelitian Empiris

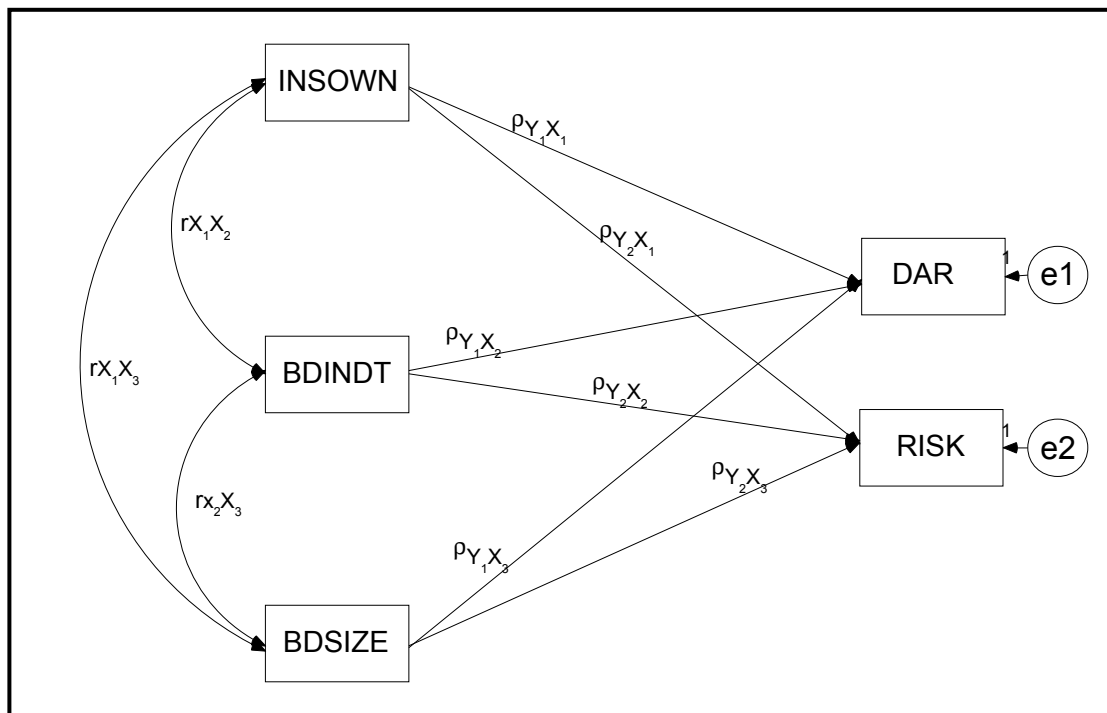
The proposed grand theoretical model dalam penelitian ini diuraikan menjadi tiga model penelitian empiris, dan berdasarkan ketiga model penelitian empiris ini kemudian disusun tiga model diagram jalur. Ketiga diagram jalur yang dimaksud adalah, sebagai berikut: 1) Diagram jalur 1, disusun berdasarkan pada model penelitian empiris pertama; 2) Diagram jalur 2, disusun berdasarkan pada model penelitian empiris kedua; dan 3) Diagram jalur 3, disusun berdasarkan pada model penelitian empiris ketiga. Sebagai langkah terakhir, berdasarkan pada ketiga diagram jalur yang telah dibentuk tersebut, maka disusun serangkaian persamaan struktural sebagai suatu spesifikasi model pengukuran.

3.5.1.1 Diagram Jalur Model penelitian Empiris 1

Diagram jalur yang disusun berdasarkan model penelitian empiris pertama, yaitu tentang hubungan kausalitas antara struktur *corporate governance* dengan perilaku oportunistik manajerial, disajikan dalam Gambar 3.1, sebagai berikut:

GAMBAR 3.1

DIAGRAM JALUR MODEL PENELITIAN EMPIRIS 1: MEKANISME *CORPORATE GOVERNANCE* DAN PERILAKU OPORTUNISTIK MANAJERIAL



Sumber: Dikembangkan untuk disertasi ini

Di mana:

INSOWN (X_1)	= <i>Institutional Onership</i>
BDINDT (X_2)	= <i>Boards Independent</i>
BDSIZE (X_3)	= <i>Boards Size</i>
DAR (Y_1)	= <i>Debt to Assets Ratio</i>
RISK (Y_2)	= <i>Systematic Risk</i>

ε_1 = Variabel lain yang mempengaruhi Y_1

ε_2 = Variabel lain yang mempengaruhi Y_2

$\rho_{Y_{1,2}; X_{1,2,3}}$ = Koefisien jalur $X_{1,2,3}$ terhadap $Y_{1,2}$

$\rho_{Y_{1,2}; X_{1,2,3}}$ merupakan *standardized coefficient of regression*. Alasan digunakannya persamaan struktural yang dibakukan atau *standardized* ini adalah disebabkan karena nilai-nilai variabel dalam penelitian ini mempunyai satuan ukuran yang berbeda. Oleh karena dinyatakan dalam bentuk *standardized coefficient of regression*, maka persamaan-persamaan yang terbentuk tidak mempunyai intersep sehingga jumlah koefisien persamaan struktural adalah sama dengan jumlah variabel bebasnya. Selanjutnya, berdasarkan diagram jalur model penelitian empiris 1, seperti dapat dilihat pada Gambar 3.1 di atas, maka dapat dibentuk dua buah sub struktur.

Kedua sub struktur yang terbentuk pada Gambar 3.1 tersebut adalah; **Pertama**, sub-struktur yang menyatakan hubungan kausalitas variabel INSOWN, BDINDT, dan BDSIZE dengan variabel DAR; **Kedua**, sub struktur yang menyatakan hubungan kausalitas variabel INSOWN, BDINDT, dan BDSIZE dengan variabel RISK. Dengan demikian, berdasarkan kedua sub struktur yang telah diidentifikasi pada diagram jalur model penelitian empirik 1 di atas, maka dapat disusun dua persamaan struktural yang dibakukan, sebagai berikut:

$$DAR = \rho_{Y_1 X_1} INSOWN + \rho_{Y_1 X_2} BDINDT + \rho_{Y_1 X_3} BDSIZE + \varepsilon_1 \dots (3.1)$$

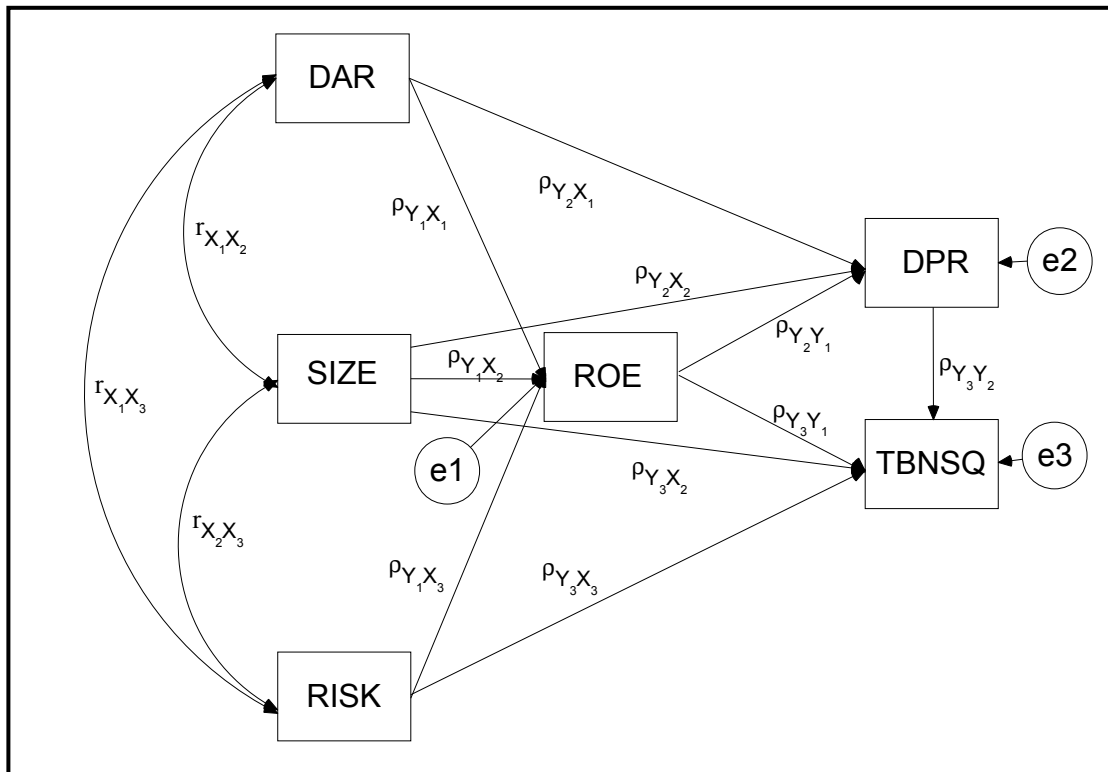
$$RISK = \rho_{Y_2 X_1} INSOWN + \rho_{Y_2 X_2} BDINDT + \rho_{Y_2 X_3} BDSIZE + \varepsilon_2 \dots (3.2)$$

3.5.1.2 Diagram Jalur Model penelitian Empiris 2

Diagram jalur yang disusun berdasarkan model penelitian empiri kedua, tentang hubungan kausalitas antara perilaku oportunistik manajerial dengan kebijakan dividen dan nilai perusahaan serta mediasi profitabilitas, dapat disajikan dalam Gambar 3.2, sebagai berikut:

GAMBAR 3.2

DIAGRAM JALUR MODEL PENELITIAN EMPIRIS 2:
PERILAKU OPORTUNISTIK MANAJERIAL, KEBIJAKAN DIVIDEN,
NILAI PERUSAHAAN, DAN MEDIASI PROFITABILITAS



Sumber: Dikembangkan untuk studi ini

Di mana:

DAR (X_1) = *Debt to Assets Ratio*

SIZE (X_2) = *Firm Size*

RISK (X_3) = *Systematic Risk*

ROE (Y_1) = *Return on Equity*

DPR (Y_2) = *Dividend Payout Ratio*

TBNSQ (Y_3) = *Firm Value (Tobin's q)*

ε_3 = Variabel lain yang mempengaruhi Y_1

ε_4 = Variabel lain yang mempengaruhi Y_2

ε_5 = Variabel lain yang mempengaruhi Y_3

$\rho; Y_{1,2,3}; X_{1,2,3}$ = Koefisien jalur $X_{1,2,3}$ terhadap $Y_{1,2,3}$

Sebagaimana pada model penelitian empiris 1, maka $\rho; Y_{1,2,3}; X_{1,2,3}$ di atas merupakan koefisien regresi yang terstandarisasi (*standardized coefficient of regression*). Alasan digunakannya persamaan struktural yang dibakukan (*standardized*) ini adalah disebabkan karena nilai-nilai variabel yang ada dalam penelitian ini mempunyai satuan ukuran yang berbeda. Oleh karena dinyatakan dalam bentuk *standardized coefficient of regression*, maka persamaan-persamaan yang terbentuk tidak mempunyai intersep sehingga jumlah koefisien persamaan struktural adalah sama dengan jumlah variabel bebasnya. Selanjutnya, berdasarkan pada diagram jalur model penelitian empiris 2, sebagaimana dapat dilihat pada Gambar 3.2 di atas, maka dapat dibentuk tiga sub struktur.

Ketiga sub struktur tersebut adalah: **Pertama**, sub struktur yang menyatakan hubungan kausalitas dari variabel DAR, SIZE, dan RISK terhadap variabel ROE; **Kedua**, sub struktur yang menyatakan hubungan kausalitas dari variabel DAR, SIZE, dan ROE terhadap variabel DPR; **Ketiga**, sub-struktur yang menyatakan hubungan kausalitas dari variabel SIZE, RISK, ROE, dan DPR terhadap variabel TBNSQ. Selanjutnya, atas dasar ketiga sub struktur yang telah diidentifikasi di atas maka dapat disusun tiga persamaan struktural yang dibakukan, sebagai berikut:

$$\text{ROE} = \rho_{Y_1X_1} \text{DAR} + \rho_{Y_1X_2} \text{SIZE} + \rho_{Y_1X_3} \text{RISK} + \varepsilon_1 \dots\dots\dots (3.3)$$

$$\text{DPR} = \rho_{Y_2X_1} \text{DAR} + \rho_{Y_2X_2} \text{SIZE} + \rho_{Y_2Y_1} \text{ROE} + \varepsilon_2 \dots\dots\dots (3.4)$$

$$\begin{aligned} \text{TBNSQ} = & \rho_{Y_3X_2} \text{SIZE} + \rho_{Y_3X_3} \text{RISK} + \rho_{Y_3Y_1} \text{ROE} + \rho_{Y_3Y_2} \text{DPR} \\ & + \varepsilon_3 \dots\dots\dots (3.5) \end{aligned}$$

Berdasarkan Gambar 3.2 dapat diketahui bahwa penelitian ini mengajukan dua hipotesis mediasi. Hipotesis mediasi pertama adalah berkenaan dengan pengaruh perilaku oportunistik manajerial terhadap kebijakan dividen, yang diduga dimediasi oleh profitabilitas. Pernyataan hipotesis mediasi pertama ini adalah mengenai pengaruh perilaku oportunistik manajerial, yang diproksi dengan *debt to asset ratio*; dan *firm* terhadap kebijakan dividen yang diproksi dengan *dividend payout ratio* yang diduga dimediasi oleh profitabilitas yang diproksi dengan *return on equity*.

Selanjutnya, untuk memudahkan dalam pengujian terhadap pernyataan hipotesis mediasi pertama tersebut, maka disusun Tabel 3.3 yang menyajikan besar dan arah koefisien pengaruh langsung dan tidak langsung dari variabel *Debt to Assets*

Ratio (DAR) dan *Firm Size* (SIZE) terhadap *Dividend Payout Ratio* (DPR) yang dimediasi oleh *Return on Equity* (ROE), sebagai berikut:

TABEL 3.3
PENGARUH LANGSUNG DAN TIDAK LANGSUNG DAR DAN SIZE, TERHADAP DPR YANG DIMEDIASI OLEH ROE

KETERANGAN	Variabel Independen	
	DAR	SIZE
• Pengaruh langsung variabel independen terhadap <i>Dividend Payout Ratio</i> (DPR)	$\rho_{Y_2X_1}$	$\rho_{Y_2X_2}$
• Pengaruh langsung variabel independen terhadap <i>Return on Equity</i> (ROE)	$\rho_{Y_1X_1}$	$\rho_{Y_1X_2}$
• Pengaruh ROE terhadap DPR adalah $\rho_{Y_2Y_1}$	-	-
• Pengaruh tidak langsung (melalui ROE) variabel independen terhadap variabel dependen (DPR)	$(\rho_{Y_1X_1})(\rho_{Y_2Y_1})$	$(\rho_{Y_1X_2})(\rho_{Y_2Y_1})$

Berdasarkan hasil hitungan pada Tabel 3.3, selanjutnya dibandingkan antara nilai koefisien pengaruh langsung dengan koefisien pengaruh tidak langsung. Apabila nilai koefisien pengaruh tidak langsung atau koefisien pengaruh mediasi, yaitu hasil perkalian $(\rho_{Y_1X_1})(\rho_{Y_2Y_1})$ dan $(\rho_{Y_1X_2})(\rho_{Y_2Y_1})$ lebih besar dibandingkan dengan nilai koefisien pengaruh langsungnya yaitu $\rho_{Y_2X_1}$ dan $\rho_{Y_2X_2}$, hal ini menunjukkan bahwa pengaruh variabel independen terhadap variabel dependennya dalam diagram jalur di atas adalah merupakan pengaruh yang dimediasi.

Hipotesis mediasi kedua adalah pengaruh perilaku oportunistik manajerial (diproksi *firm size* dan *systematic risk*) terhadap nilai perusahaan (diproksi *Tobin's q*) yang diduga dimediasi oleh profitabilitas (diproksi *return on equity*). Selanjutnya,

untuk memudahkan dalam pengujian terhadap hipotesis mediasi kedua ini, maka disusun Tabel 3.4 yang menyajikan besar dan arah koefisien pengaruh langsung dan tidak langsung dari variabel *Firm Size* (SIZE) dan *Systematic Risk* (RISK) terhadap *Tobin's q* (TBNSQ) yang dimediasi oleh *Return on Equity* (ROE), sebagai berikut:

TABEL 3.4
PENGARUH LANGSUNG DAN TIDAK LANGSUNG SIZE DAN
RISK TERHADAP TBNSQ YANG DIMEDIASI OLEH ROE

KETERANGAN	Variabel Independen	
	SIZE	RISK
• Pengaruh langsung variabel independen terhadap <i>Tobin's q</i> (TBNSQ)	$\rho_{Y_3X_2}$	$\rho_{Y_3X_3}$
• Pengaruh langsung variabel independen terhadap <i>Return on Equity</i> (ROE)	$\rho_{Y_1X_2}$	$\rho_{Y_1X_3}$
• Pengaruh ROE terhadap TBNSQ adalah $\rho_{Y_3Y_1}$	-	-
• Pengaruh tidak langsung (melalui ROE) variabel independen terhadap variabel TBNSQ	$(\rho_{Y_1X_2})(\rho_{Y_3Y_1})$	$(\rho_{Y_1X_3})(\rho_{Y_3Y_1})$

Apabila nilai koefisien pengaruh tidak langsung, atau $(\rho_{Y_1X_2})(\rho_{Y_3Y_1})$ dan $(\rho_{Y_1X_3})(\rho_{Y_3Y_1})$ lebih besar dibandingkan dengan nilai koefisien pengaruh langsungnya, yaitu $\rho_{Y_3X_2}$ dan $\rho_{Y_3X_3}$, menunjukkan bahwa pengaruh variabel independen terhadap variabel dependennya dalam diagram jalur di atas adalah merupakan pengaruh yang dimediasi. Selanjutnya, untuk pengaruh mediasi yang mempunyai nilai koefisien yang lebih besar daripada nilai koefisien pengaruh langsungnya, maka dilakukan pengujian signifikansi. Adapun pengujian signifikansi yang dimaksud adalah menggunakan *Sobel test* (Ghozali, 2009). Sedangkan langkah-

langkah dari pengujian Sobel *test* yang dimaksud akan dikemukakan pada saat pemaparan tentang hipotesis mediasi yang ketiga atau yang terakhir.

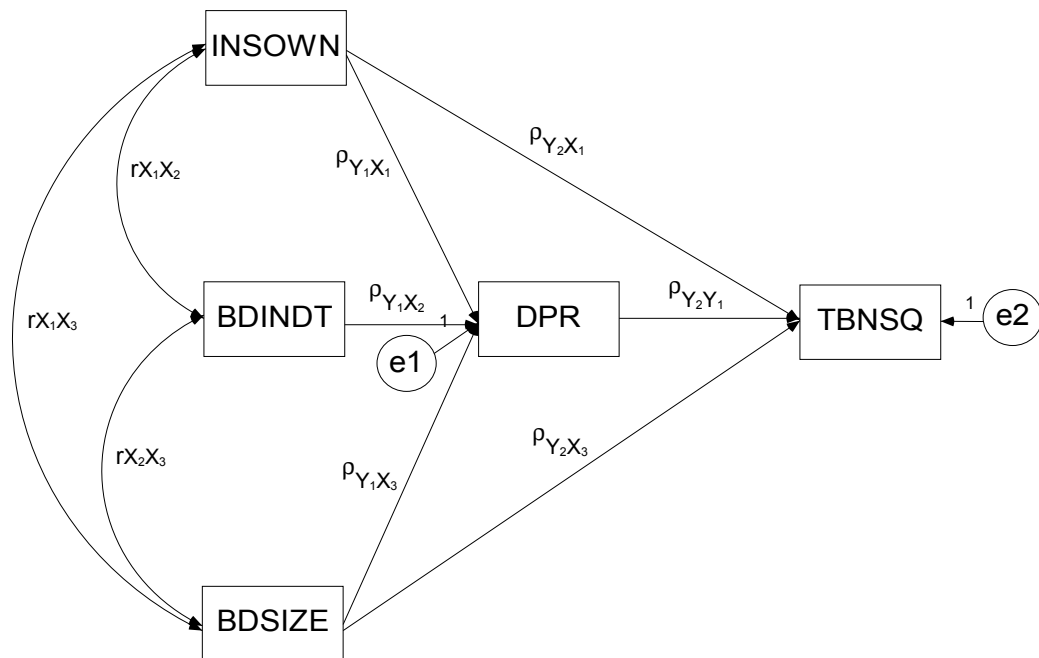
3.5.1.3 Diagram Jalur Model Penelitian Empiris 3

Diagram jalur yang terakhir, yaitu diagram jalur model penelitian empiris 3, yang disusun berdasarkan model penelitian empiris parsial yang ketiga. Diagram jalur model penelitian empiris 3 ini adalah tentang hubungan kausalitas antara Struktur *Corporate Governance* (INSOWN, BDINDT, BDSIZE) dengan Nilai Perusahaan (TBNSQ) yang dimediasi oleh Kebijakan Dividen (DPR). Diagram jalur yang dimaksud adalah disajikan dalam Gambar 3.3, sebagai berikut:

GAMBAR 3.3

DIAGRAM JALUR MODEL PENELITIAN EMPIRIS 3:
STRUKTUR *CORPORATE GOVERNANCE*, NILAI PERUSAHAAN,
DAN MEDIASI KEBIJAKAN DIVIDEN





Sumber: Dikembangkan untuk disertasi ini

Dimana:

INSOWN (X_1)	= <i>Institutional Ownership</i>
BDINDT (X_2)	= <i>Boards Independent</i>
BDSIZE (X_3)	= <i>Boards Size</i>
DPR (Y_1)	= <i>Dividend Payout Ratio</i>
TBNSQ (Y_2)	= <i>Firm Value</i> atau <i>Tobin's Q</i>
ϵ_1	= Variabel lain yang mempengaruhi Y_1
ϵ_2	= Variabel lain yang mempengaruhi Y_2
$\rho; Y_{1,2}; X_{1,2,3}$	= Koefisien jalur $X_{1,2,3}$ terhadap $Y_{1,2}$

Sebagaimana pada model penelitian empiris 1 dan 2, maka ρ ; $Y_{1,2}$; $X_{1,2,3}$ di atas merupakan koefisien regresi yang terstandarisasi (*standardized coefficient of regression*). Alasan digunakannya persamaan struktural yang dibakukan (*standardized*) ini adalah disebabkan karena nilai-nilai variabel yang ada dalam penelitian ini mempunyai satuan ukuran yang berbeda. Oleh karena dinyatakan dalam bentuk *standardized coefficient of regression*, maka persamaan-persamaan yang terbentuk tidak mempunyai intersep dan jumlah koefisien persamaan struktural adalah sama dengan jumlah variabel bebasnya.

Diagram jalur untuk model empiris 3, sebagaimana disajikan dalam Gambar 3.3 di atas, adalah menunjukkan dua sub struktural yang dapat dikemukakan sebagai berikut: **Pertama**, sub struktural yang menyatakan hubungan kausalitas dari INSOWN, BDINDT, dan BDSIZE terhadap DPR; **Kedua**, sub struktural yang menyatakan hubungan kausalitas dari INSOWN, BDSIZE, dan DPR terhadap TBNSQ. Dengan demikian, kedua persamaan struktural untuk diagram jalur model penelitian empiris 2 di atas adalah sebagai berikut:

$$\text{DPR} = \rho_{Y_1X_1}\text{INSOWN} + \rho_{Y_1X_2}\text{BDINDT} + \rho_{Y_1X_3}\text{BDSIZE} + \varepsilon_1 \dots\dots\dots (3.6)$$

$$\text{TBNSQ} = \rho_{Y_2X_1}\text{INSOWN} + \rho_{Y_2X_3}\text{BDSIZE} + \rho_{Y_2Y_1}\text{DPR} + \varepsilon_2 \dots\dots\dots (3.7)$$

Berdasarkan pada diagram jalur yang disajikan pada Gambar 3.3 di atas, maka penelitian ini mengajukan sebuah hipotesis mediasi, yaitu hipotesis mediasi yang ketiga. Hipotesis mediasi yang ketiga dalam penelitian ini adalah tentang pengaruh

struktur *corporate governance* terhadap nilai perusahaan yang diduga dimediasi oleh kebijakan dividen. Secara lebih rinci pernyataan hipotesis mediasi ketiga ini adalah mengenai pengaruh struktur *corporate governance*, yang diproksi dengan *institutional ownership* dan *boards size* terhadap nilai perusahaan yang diproksi dengan *Tobin's q* yang diduga dimediasi oleh kebijakan dividen yang diproksi dengan *dividend payout ratio*. Selanjutnya, untuk memudahkan dalam pengujian terhadap pernyataan hipotesis mediasi ketiga ini, maka disusun Tabel 3.5 yang menyajikan besar dan arah koefisien pengaruh langsung dan tidak langsung *Institutional Ownership* (INSOWN) dan *Boards Size* (BDSIZE) terhadap *Tobin's q* (TBNSQ) yang dimediasi oleh *Dividend Payout Ratio* (DPR), sebagai berikut:

TABEL 3.5
PENGARUH LANGSUNG DAN TIDAK LANGSUNG INSOWN DAN
BDSIZE TERHADAP TBNSQ YANG DIMEDIASI OLEH DPR

KETERANGAN	Variabel Independen	
	INSOWN	BDSIZE
• Pengaruh langsung variabel independen terhadap <i>Tobin's q</i> (TBNSQ)	$\rho_{Y_2X_1}$	$\rho_{Y_2X_3}$
• Pengaruh langsung variabel independen terhadap <i>Dividend Payout Ratio</i> (DPR)	$\rho_{Y_1X_1}$	$\rho_{Y_1X_3}$
• Pengaruh DPR terhadap TBNSQ = $\rho_{Y_2Y_1}$	-	-
• Pengaruh tidak langsung (melalui DPR) variabel independen terhadap TBNSQ	$(\rho_{Y_1X_1})$ $(\rho_{Y_2Y_1})$	$(\rho_{Y_1X_3})$ $(\rho_{Y_2Y_1})$

Berdasarkan hasil hitungan pada Tabel 3.5, selanjutnya dibandingkan antara nilai koefisien pengaruh langsung dengan koefisien pengaruh tidak langsung. Apabila nilai koefisien pengaruh tidak langsung atau koefisien pengaruh mediasi, yaitu hasil perkalian $(\rho_{Y_1X_1})(\rho_{Y_2Y_1})$ dan $(\rho_{Y_1X_3})(\rho_{Y_2Y_1})$ lebih besar dibandingkan dengan nilai koefisien pengaruh langsungnya yaitu $\rho_{Y_2X_1}$ dan $\rho_{Y_2X_3}$, maka hal ini menunjukkan bahwa pengaruh variabel independen terhadap variabel dependennya, dalam diagram jalur tersebut, adalah merupakan pengaruh yang dimediasi.

Selanjutnya, terhadap pengaruh mediasi yang mempunyai nilai koefisien yang lebih besar dibandingkan nilai koefisien pengaruh langsungnya, baik untuk hipotesis mediasi pertama, kedua, maupun ketiga ini, maka akan dilakukan pengujian signifikansi. Pengujian signifikansi yang dimaksud adalah menggunakan *Sobel test* (Imam Ghazali, 2009), dengan langkah-langkah sebagai berikut:

- 1) Hitung *standard error* dari koefisien *indirect effect* ($S_{p_2p_3}$) dengan menggunakan rumus, sebagai berikut:

$$S_{p_2p_3} = \sqrt{p_3^2 Sp_2^2 + p_2^2 Sp_3^2 + Sp_2^2 Sp_3^2}$$

di mana:

$S_{p_2p_3}$ = *Standard error* koefisien *indirect effect*

p_2 = Koefisien regresi hasil analisis SPSS pada kolom *unstandardized coefficients* untuk pengaruh X terhadap Y_1

p_3 = Koefisien regresi hasil analisis SPSS pada kolom *unstandardized*

coefisients untuk pengaruh Y_1 terhadap Y_2

$Sp2$ = *Standard error* hasil analisis SPSS pada kolom *unstandardized coefisients* untuk pengaruh X terhadap Y_1

$Sp3$ = *Standard error* hasil analisis SPSS pada kolom *unstandardized coefisients* untuk pengaruh Y_1 terhadap Y_2

- 2) Setelah melakukan perhitungan (S_{p2p3}), selanjutnya dapat dihitung nilai t statistik dari koefisien pengaruh mediasi tersebut dengan rumus sebagai berikut:

$$t = \frac{p2 \ p3}{Sp2 \ Sp3}$$

- 3) Langkah terakhir dalam pengujian signifikansi koefisien mediasi ini adalah membandingkan nilai t hitung (t statistik) dengan nilai t tabel, selanjutnya apabila nilai t hitung lebih besar apabila dibandingkan dengan nilai t tabel maka dapat disimpulkan bahwa koefisien mediasi tersebut adalah signifikan yang berarti ada pengaruh mediasi.

3.5.2 Penilaian Asumsi-Asumsi Model Persamaan Struktural

Penggunaan model struktural sangat sensitif terhadap karakteristik distribusi data, khususnya distribusi yang melanggar normalitas *multivariate* atau adanya kurtosis yang tinggi dalam data. Oleh karena itu, sebelum data diolah harus diuji ada tidaknya data *outliers* dan distribusi data harus normal secara *multivariate*, kesesuaian model yang dianalisis dievaluasi melalui tiga macam pengujian, yaitu :

- (1) *Normalitas* dengan menggunakan kriteria nilai kritis sebesar ± 2.58 pada tingkat signifikansi 0.01. Apabila *Z-value* lebih besar dari nilai kritis, maka dapat diduga bahwa distribusi data tidak normal.
- (2) *Outliers*, merupakan observasi atau data yang memiliki karakteristik unik yang terlihat sangat berbeda jauh dari observasi-observasi baik untuk sebuah model variabel tunggal maupun variabel-variabel kombinasi
- (3) *Multicollinearity* dan *Singularity* dimana yang perlu diamati adalah determinan dari matrik kovarian sampelnya. Determinan yang kecil atau mendekati nol mengindikasikan adanya *Multicollinearity* atau *Singularity* sehingga data tersebut dapat digunakan dalam penelitian.

3.5.3 Uji kesesuaian Model (*Goodness of Fit*)

Goodness-of-fit mengukur kesesuaian input observasi (matrik kovarian atau korelasi) dengan prediksi dari model yang diajukan (*proposed model*). Dalam analisis ini akan digunakan beberapa ukuran dari *goodness-of-fit* yang terdiri dari:

(1) X^2 – *Chi-Square*

Chi-Square (X^2) merupakan ukuran fundamental dari *overall fit*, jika nilai *chi-square* kecil akan menghasilkan nilai probabilitas (p) yang besar dan menunjukkan bahwa input matrik kovarian antara prediksi dengan observasi sesungguhnya tidak berbeda secara signifikan (Ghozali, 2005). Semakin kecil nilai X^2 semakin baik

model tersebut dan diterima berdasarkan probabilitas dengan *cut off value* sebesar $p > 0,10$, $p > 0,05$ dan $p > 0,01$.

(2) CMIN/ DF

CMIN/DF (*The Minimum Sample Discrepancy Function with Degree of Freedom*) merupakan statistik *chi square* X^2 dibagi *degree of freedom*-nya sehingga disebut X^2 relatif. Menurut Wheaton *et al.* (1977; dalam Ghazali, 2005) nilai ratio 5 (lima) atau kurang dari lima merupakan ukuran yang *reasonable*. Peneliti lainnya seperti Byrne (1988) mengusulkan nilai X^2 relatif kurang dari 2,0 atau 3,0 adalah indikasi *acceptable fit* antara model dan data.

(3) GFI (Goodness of Fit Index)

GFI dikembangkan oleh Joreskog dan Sorbom (1984) yaitu ukuran *non statistical* yang mempunyai rentang nilai antara 0 sampai dengan 1. Nilai yang tinggi dalam indeks ini menunjukkan sebuah “*better fit*”

(4) RMSEA (Root Mean Square of Approximation)

RMSEA merupakan ukuran yang mencoba memperbaiki kecenderungan *statistic chi-square* menolak model dengan jumlah sampel yang besar. Nilai RMSEA kurang dari 0.08 merupakan ukuran yang dapat diterima.

(5) AGFI (Adjusted Goodness-of-Fit Index)

AGFI merupakan kriteria yang memperhitungkan proporsi tertimbang dari varian dalam sebuah matriks kovarian sampel. Adapun tingkat penerimaan yang direkomendasikan adalah AGFI yang mempunyai nilai sama dengan atau lebih besar dari 0,09 atau $AGFI \geq 0,09$.

(6) TLI (*Tucker-Lewis Index*)

TLI (*Tucker Lewis Index*) adalah sebuah alternatif *incremental fit index* yang membandingkan suatu model yang diuji terhadap suatu *baseline model* (Baumgartner dan Homburg, 1996; dalam Ferdinand, 2005) Nilai yang mendekati 1 atau lebih dari 0,95 menunjukkan *a very good fit* (Arbuckle, 1997; dalam Ferdinand, 2005).

(7) NFI (*Normed Fit Index Fit Index*)

Besaran indeks NFI ini adalah pada rentang nilai 0 (*poor fit*) sampai dengan 1,0 (*perfect fit*). Nilai yang lebih atau sama dengan 0,90 mengidentifikasikan tingkat fit yang paling tinggi *a very good fit* (Ghozali, 2005).

(8) CFI (*Comparative Fit Index*)

Besaran indeks *Comparative Fit Index* (CFI) adalah pada rentang nilai 0 (*poor fit*) sampai dengan 1,0 (*perfect fit*). Nilai yang lebih atau sama dengan 0,95 mengidentifikasikan tingkat fit yang paling tinggi *a very good fit* (Arbuckle, 1997; dalam Ferdinand, 2005).

Berdasarkan pada hasil pengujian terhadap *goodness of fit* atau kelayakan model sebagaimana yang telah dikemukakan di atas, maka dapat disajikan Tabel 3.6 yang merupakan ringkasan hasil evaluasi kriteria *goodness-of-fit* tersebut.

TABEL 3.6
RINGKASAN HASIL EVALUASI *GOODNESS OF FIT*

<i>Goodness of Fit Index</i>	<i>Cut off Value</i>
X ² -Chi Square	Diharapkan kecil
Significance Probability	≥ 0,05
RMSEA	≤ 0,08
GFI	≥ 0,90

AGFI	$\geq 0,90$
CMIN/DF	$\leq 2,00$
TLI	$\geq 0,95$
CFI	$\geq 0,95$

Sumber: Ferdinand, 2005

BAB IV

ANALISIS DATA

4.1 Obyek Penelitian

Perusahaan yang dipilih sebagai sampel dalam penelitian ini adalah perusahaan-perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) yang memiliki kriteria sebagai berikut: (1) mempublikasikan laporan keuangan per 31 Desember untuk tahun buku 2000 sampai dengan 2007; (2) membagikan dividen yang dapat diukur dengan *dividend payout ratio*; (3) tersedia data tentang persentase saham yang dimiliki oleh institusi (*institutional ownership*); (4) tersedia data tentang jumlah seluruh anggota dewan komisaris (*boards size*); (5) tersedia data tentang jumlah anggota dewan komisaris independen (*boards independent*); (6) mempunyai informasi yang berkaitan dengan berbagai pengukuran variabel, seperti: nilai perusahaan yang diproksi dengan *Tobin's q*, *debt to assets ratio*, *return on equity*, dan *systematic risk*.

Berdasarkan hasil pengumpulan data, banyaknya perusahaan yang memenuhi kriteria tersebut di atas adalah 253 perusahaan. Namun, dalam upaya untuk memperoleh normalitas data secara multivariat, maka sebanyak 99 unit analisis (data) yang bersifat *outlier* dibuang. Prosedur penentuan sampel dapat diketahui pada lampiran 1 halaman 481, sedangkan nama-nama perusahaan yang menjadi sampel dalam penelitian ini dapat dilihat pada lampiran 2 halaman 482. Selanjutnya, profil dari perusahaan-perusahaan yang memenuhi kriteria sebagai sampel dalam penelitian

ini dapat dijelaskan dengan tabulasi silang antara kelompok rendah, sedang, dan tinggi, sebagai berikut:

4.1.1 *Dividend Payout Ratio* (DPR) dengan Nilai perusahaan (*Tobin's Q*)

Tabel 4.1 berikut adalah merupakan rangkuman dari tabulasi silang antara variabel *Dividend Payout Ratio* (DPR) dan nilai perusahaan (*Tobin's q*) yang hasil perhitungannya dapat dilihat pada lampiran 4a halaman 491. Tabulasi silang yang dimaksud adalah untuk menjelaskan hubungan antara kelompok rendah, sedang dan tinggi pada DPR dengan kelompok rendah, sedang dan tinggi pada *Tobin,s q*.

TABEL 4.1

TABULASI SILANG *DIVIDEND PAYOUT RATIO* DENGAN *TOBIN,S Q*

VARIABEL	<i>Dividend Payout Ratio</i> (DPR)				
<i>Tobin's q</i> (TBNSQ)	KLMPK	Rendah	Sedang	Tinggi	TOTAL
	Rendah	64 (41,56%)	18 (11,69%)	1 (0,65%)	83 (53,90%)
	Sedang	34 (22,08%)	23 (14,94%)	4 (2,60%)	61 (39,61%)
	Tinggi	6 (3,89%)	4 (2,59%)	0 (0,00%)	10 (6,49%)
	TOTAL	104 (67,53%)	45 (29,22%)	5 (3,25%)	154 (100%)

Sumber: Data yang diolah

Keterangan:

Rendah = $DPR \leq 0,23$ $TBNSQ \leq 0,58$
 Sedang = $0,23 < DPR \leq 0,41$ $0,58 < TBNSQ \leq 1,24$
 Tinggi = $DPR > 0,41$ $TBNSQ > 1,24$

Berdasarkan Tabel 4.1 di atas dapat diketahui bahwa dari 154 sampel perusahaan yang tergolong pada kelompok DPR rendah dengan TBNSQ rendah adalah 41,56% atau 64 perusahaan; pada kelompok DPR rendah dengan TBNSQ sedang adalah 22,08% atau 34 perusahaan; sedangkan pada kelompok DPR rendah dengan *Tobin,s q* tinggi adalah 3,89% atau 6 perusahaan. Selanjutnya, pada kelompok

DPR sedang dengan *Tobin,s q* rendah adalah 11,69% atau 18 perusahaan; pada kelompok DPR sedang dengan *Tobin,s q* sedang adalah 14,94% atau 23 perusahaan; sedangkan pada kelompok DPR sedang dengan *Tobin,s q* tinggi adalah 2,60% atau 4 perusahaan. Terakhir, pada kelompok DPR tinggi dengan *Tobin,s q* rendah adalah 0,65% atau 1 perusahaan; pada kelompok DPR tinggi dengan *Tobin,s q* sedang adalah 2,60% atau 4 perusahaan; Sedangkan pada kelompok DPR tinggi dengan *Tobin,s q* tinggi adalah 0% atau tidak ada perusahaan.

4.1.2 Dividend Payout Ratio (DPR) dengan Return on Equity (ROE)

Tabel 4.2 berikut adalah merupakan rangkuman dari tabulasi silang antara variabel *Dividend Payout Ratio* (DPR) dan *Return On Equity* (ROE) yang hasil perhitungannya dapat dilihat pada lampiran 4b halaman 492. Tabulasi silang yang dimaksud adalah untuk menjelaskan hubungan antara kelompok rendah, sedang dan tinggi pada DPR dengan kelompok rendah, sedang dan tinggi pada ROE.

TABEL 4.2
TABULASI SILANG *DIVIDEND PAYOUT RATIO* DENGAN
RETURN ON EQUITY

VARIABEL	<i>Dividend Payout Ratio</i> (DPR)				
<i>Return on Equity</i> (ROE)	KLMPK	Rendah	Sedang	Tinggi	TOTAL
	Rendah	59 (38,31%)	16 (10,39%)	3 (1,95%)	78 (50,65%)
	Sedang	41 (26,62%)	22 (14,29%)	1 (0,65%)	64 (41,56%)
	Tinggi	4 (2,60%)	7 (4,54%)	1 (0,65%)	12 (7,79%)
	TOTAL	104 (67,53%)	45 (29,22%)	5 (3,25%)	154 (100,0%)

Sumber: Data yang diolah

Keterangan:

Rendah = $DPR \leq 0,23$ ROE $\leq 14,39\%$
Sedang = $0,23 < DPR \leq 0,41$ $14,39\% < ROE \leq 27,57\%$

Tinggi = $DPR > 0,41$ $ROE > 27,57\%$

Berdasarkan Tabel 4.2 di atas dapat diketahui bahwa dari 154 sampel perusahaan yang tergolong pada kelompok DPR rendah dengan ROE rendah adalah 38,31% atau 59 perusahaan; pada kelompok DPR rendah dengan ROE sedang adalah 26,62% atau 41 perusahaan; sedangkan pada kelompok DPR rendah dengan ROE tinggi adalah 2,60% atau 4 perusahaan. Selanjutnya, pada kelompok DPR sedang dengan ROE rendah adalah 10,39% atau 16 perusahaan; pada kelompok DPR sedang dengan ROE sedang adalah 14,29% atau 22 perusahaan; sedangkan pada kelompok DPR sedang dengan ROE tinggi adalah 4,54% atau 7 perusahaan. Terakhir, pada kelompok DPR tinggi dengan ROE rendah adalah 1,95% atau 3 perusahaan; pada kelompok DPR tinggi dengan ROE sedang adalah 0,65% atau hanya ada 1 perusahaan; demikian pula halnya pada kelompok DPR tinggi dengan ROE tinggi adalah 0,65% yang berarti hanya ada 1 perusahaan dalam kelompok ini.

4.1.3 *Dividend Payout Ratio (DPR)* dengan *Debt to Assets Ratio (DAR)*

Tabel 4.3 berikut merupakan rangkuman dari tabulasi silang antara variabel *Dividend Payout Ratio (DPR)* dan *Debt to Assets Ratio (DAR)*, hasil hitungannya dapat dilihat pada lampiran 4c halaman 493. Tabulasi silang yang dimaksud adalah untuk menjelaskan hubungan antara kelompok rendah, sedang dan tinggi pada DPR dengan kelompok rendah, sedang dan tinggi pada DAR. Berdasarkan Tabel 4.3 dapat diketahui bahwa dari 154 sampel perusahaan yang tergolong pada kelompok DPR rendah dengan DAR rendah adalah 16,88% atau 26 perusahaan; pada kelompok

DPR rendah dengan DAR sedang adalah 36,36% atau 56 perusahaan; sedangkan pada kelompok DPR rendah dengan DAR tinggi adalah 14,29% atau 22 perusahaan.

TABEL 4.3
TABULASI SILANG *DIVIDEND PAYOUT RATIO* DENGAN
DEBT TO ASSETS RATIO

VARIABEL	<i>Dividend Payout Ratio (DPR)</i>				
	KLMPK	Rendah	Sedang	Tinggi	TOTAL
<i>Debt to Assets Ratio (DAR)</i>	Rendah	26 (16,88%)	13 (8,44%)	0 (0,00%)	39 (25,32%)
	Sedang	56 (36,36%)	22 (14,29%)	4 (2,60%)	82 (53,25%)
	Tinggi	22 (14,29%)	10 (6,49%)	1 (0,65%)	33 (21,43%)
	TOTAL	104 (67,53%)	45 (29,22%)	5 (3,25%)	154 (100,0%)

Sumber: Data yang diolah

Keterangan:

Rendah = $DPR \leq 0,23$	$DAR \leq 0,32$
Sedang = $0,23 < DPR \leq 0,41$	$0,32 < DAR \leq 0,58$
Tinggi = $DPR > 0,41$	$DAR > 0,58$

Berdasarkan Tabel 4.3 di atas dapat diketahui pula bahwa kelompok DPR sedang dengan DAR rendah adalah 8,44% atau 13 perusahaan; pada kelompok DPR sedang dengan DAR sedang adalah 14,29% atau 22 perusahaan; sedangkan pada kelompok DPR sedang dengan DAR tinggi adalah 6,49% atau 10 perusahaan. Terakhir, pada kelompok DPR tinggi dengan DAR rendah adalah 0,00% atau tidak ada perusahaan; pada kelompok DPR tinggi dengan DAR sedang adalah 2,60% atau 4 perusahaan; pada kelompok DPR tinggi dengan DAR tinggi adalah 0,65% yang berarti hanya ada 1 perusahaan dalam kelompok ini.

4.1.4 *Dividend Payout Ratio (DPR)* dengan *Firm Size (SIZE)*

Tabel 4.4 berikut adalah merupakan rangkuman dari tabulasi silang antara variabel *Dividend Payout Ratio* (DPR) dan *Firm Size* (SIZE) yang hasil perhitungannya dapat dilihat pada lampiran 4d halaman 494. Tabulasi silang yang dimaksud adalah untuk menjelaskan hubungan antara kelompok rendah, sedang dan tinggi pada DPR dengan kelompok rendah, sedang dan tinggi pada SIZE. Berdasarkan Tabel 4.4 tersebut, pertama dapat diketahui bahwa dari 154 sampel perusahaan yang tergolong pada kelompok DPR rendah dengan SIZE rendah adalah 16,88% atau 26 perusahaan; pada kelompok DPR rendah dengan SIZE sedang adalah 43,51% atau 67 perusahaan; sedangkan pada kelompok DPR rendah dengan SIZE tinggi adalah 7,14% atau 11 perusahaan.

TABEL 4.4

TABULASI SILANG *DIVIDEND PAYOUT RATIO* DENGAN *FIRM SIZE*

VARIABEL	<i>Dividend Payout Ratio</i> (DPR)				
<i>Firm Size</i> (SIZE)	KLMPK	Rendah	Sedang	Tinggi	TOTAL
	Rendah	26 (16,88%)	13 (8,44%)	0 (0,00%)	39 (25,32%)
	Sedang	67 (43,51%)	28 (18,18%)	5 (3,25%)	100 (64,94%)
	Tinggi	11 (7,14%)	4 (2,60%)	0 (0,00%)	15 (9,74%)
	TOTAL	104 (67,53%)	45 (29,22%)	5 (3,25%)	154 (100,0%)

Sumber: Data yang diolah

Keterangan:

Rendah = $DPR \leq 0,23$	SIZE $\leq 12,71$
Sedang = $0,23 < DPR \leq 0,41$	$12,71 < SIZE \leq 14,77$
Tinggi = $DPR > 0,41$	SIZE $> 14,77$

Kedua, berdasarkan Tabel 4.4 di atas dapat diketahui pula bahwa kelompok DPR sedang dengan SIZE rendah adalah 8,44% atau 13 perusahaan; pada kelompok DPR sedang dengan SIZE sedang adalah 18,18% atau 28 perusahaan; sedangkan

pada kelompok DPR sedang dengan SIZE tinggi adalah 2,60% atau 4 perusahaan. Terakhir, pada kelompok DPR tinggi dengan SIZE rendah adalah 0,00% atau tidak ada perusahaan; pada kelompok DPR tinggi dengan SIZE sedang adalah 3,25% atau ada 5 perusahaan; pada kelompok DPR tinggi dengan SIZE tinggi adalah 0% yang berarti tidak ada perusahaan dalam kelompok ini.

4.1.5 *Dividend Payout Ratio (DPR)* dengan *Systematic Risk (RISK)*

Tabel 4.5 berikut adalah merupakan rangkuman dari tabulasi silang antara variabel *Systematic Risk (RISK)* dan *Dividend Payout Ratio (DPR)* yang hasil perhitungannya dapat dilihat pada lampiran 4e halaman 495. Tabulasi silang yang dimaksud adalah untuk menjelaskan hubungan antara kelompok rendah, sedang dan tinggi pada RISK dengan kelompok rendah, sedang dan tinggi pada DPR.

TABEL 4.5

TABULASI SILANG *DIVIDEND PAYOUT RATIO* DENGAN *SYSTEMATIC RISK*

VARIABEL	<i>Dividend Payout Ratio (DPR)</i>				
	KLMPK	Rendah	Sedang	Tinggi	TOTAL
<i>Systematic Risk (RISK)</i>	Rendah	19 (12,34%)	9 (5,84%)	0 (0,00%)	28 (18,18%)
	Sedang	69 (44,81%)	27 (17,53%)	3 (1,95%)	99 (64,29%)
	Tinggi	16 (10,39%)	9 (5,84%)	2 (1,30%)	27 (17,53%)
	TOTAL	104 (67,53%)	45 (29,22%)	5 (3,25%)	154 (100,0%)

Sumber: Data yang diolah

Keterangan:

Rendah = $DPR \leq 0,23$

RISK $\leq 0,06$

Sedang = $0,23 < DPR \leq 0,41$

$0,06 < RISK \leq 0,35$

Tinggi = $DPR > 0,41$

$RISK > 0,35$

Berdasarkan Tabel 4.5 di atas dapat diketahui bahwa dari 154 sampel perusahaan yang tergolong pada kelompok RISK rendah dengan DPR rendah adalah

12,34% atau 19 perusahaan; pada kelompok RISK rendah dengan DPR sedang adalah 5,84% atau 9 perusahaan; sedangkan pada kelompok RISK rendah dengan DPR tinggi adalah 0,00% atau tidak ada perusahaan perusahaan. Selanjutnya, pada kelompok RISK sedang dengan DPR rendah adalah 44,81% atau 69 perusahaan; pada kelompok RISK sedang dengan DPR sedang adalah 17,53% atau 27 perusahaan; sedangkan pada kelompok RISK sedang dengan DPR tinggi adalah 1,95% atau 3 perusahaan. Terakhir, pada kelompok RISK tinggi dengan DPR rendah adalah 10,39% atau 16 perusahaan; pada kelompok RISK tinggi dengan DPR sedang adalah 5,84% atau terdapat 9 perusahaan; sedangkan kelompok RISK tinggi dengan DPR tinggi adalah 1,30% atau terdapat 2 perusahaan.

4.1.6 Dividend Payout Ratio (DPR) dengan Institutional Ownership (INSOWN)

Tabel 4.6 berikut adalah merupakan rangkuman dari tabulasi silang antara variabel *Institutional Ownership* (INSTOWN) dan *Dividend Payout Ratio* (DPR) yang hasil hitungannya dapat dilihat pada lampiran 4f halaman 496. Tabulasi silang yang dimaksud adalah untuk menjelaskan hubungan antara kelompok rendah, sedang dan tinggi pada INSTOWN dengan kelompok rendah, sedang dan tinggi pada DPR.

TABEL 4.6

**TABULASI SILANG *DIVIDEND PAYOUT RATIO* DENGAN
*INSTITUTIONAL OWNERSHIP***

VARIABEL	<i>Dividend Payout Ratio</i> (DPR)				
<i>Institutional Ownership</i>	KLMPK	Rendah	Sedang	Tinggi	TOTAL
	Rendah	31 (20,13%)	7 (4,54%)	1 (0,65%)	39 (25,32%)
	Sedang	45 (29,22%)	19 (12,34%)	2 (1,30%)	66 (42,86%)

(INSOWN)	Tinggi	28 (18,18%)	19 (12,34%)	2 (1,30%)	49 (31,82%)
	TOTAL	104 (67,53%)	45 (29,22%)	5 (3,25%)	154 (100,0%)

Sumber: Data yang diolah

Keterangan:

Rendah = $DPR \leq 0,23$ $INSTOWN \leq 0,53$
 Sedang = $0,23 < DPR \leq 0,41$ $0,53 < INSTOWN \leq 0,73$
 Tinggi = $DPR > 0,41$ $INSTOWN > 0,73$

Berdasarkan Tabel 4.6 dapat diketahui bahwa dari 154 sampel perusahaan yang tergolong pada kelompok INSOWN rendah dengan DPR rendah adalah 20,13% atau 31 perusahaan; pada kelompok INSOWN rendah dengan DPR sedang adalah 4,54% atau 7 perusahaan; pada kelompok INSOWN rendah dengan DPR tinggi adalah 0,65% atau terdapat 1 perusahaan. Sedangkan, pada kelompok INSOWN sedang dengan DPR rendah adalah 29,22% atau 45 perusahaan; pada kelompok INSOWN sedang dengan DPR sedang adalah 12,34% atau 19 perusahaan; pada kelompok INSOWN sedang dengan DPR tinggi adalah 1,30% atau 2 perusahaan. Selanjutnya, pada kelompok INSTOWN tinggi dengan DPR rendah adalah 18,18% atau 28 perusahaan; pada kelompok INSOWN tinggi dengan DPR sedang adalah 12,34% atau terdapat 19 perusahaan; dan pada kelompok INSOWN tinggi dengan DPR tinggi adalah 1,30% yang berarti ada 2 perusahaan dalam kelompok ini.

4.1.7 Institutional Ownership (INSOWN) dengan Debt to Assets Ratio (DAR)

Tabel 4.7 berikut adalah merupakan rangkuman dari tabulasi silang antara variabel *Institutional Ownership* (INSOWN) dengan *Debt to Assets Ratio* (DAR) yang hasil hitungannya dapat dilihat pada lampiran 4g halaman 497. Tabulasi silang

yang dimaksud adalah untuk menjelaskan hubungan antara kelompok rendah, sedang dan tinggi pada INSOWN dengan kelompok rendah, sedang dan tinggi pada DAR.

TABEL 4.7
TABULASI SILANG *INSTITUTIONAL OWNERSHIP* DENGAN
DEBT TO ASSETS RATIO

VARIABEL	<i>Debt to Assets Ratio (DAR)</i>				
	KLMPK	Rendah	Sedang	Tinggi	TOTAL
<i>Institutional Ownership</i> (INSOWN))	Rendah	9 (5,84%)	23 (14,93%)	7 (4,55%)	39 (25,32%)
	Sedang	21 (13,64%)	29 (18,83%)	16 (10,39%)	66 (42,86%)
	Tinggi	9 (5,84%)	30 (19,48%)	10 (6,49%)	49 (31,82%)
	TOTAL	39 (25,32%)	82 (53,25%)	33 (21,43%)	154 (100,0%)

Sumber: Data yang diolah

Keterangan:

Rendah = $DAR \leq 0,32$	INSOWN $\leq 0,53$
Sedang = $0,32 < DAR \leq 0,58$	$0,53 < INSOWN \leq 0,73$
Tinggi = $DAR > 0,58$	INSOWN $> 0,73$

Berdasarkan Tabel 4.7 diketahui bahwa dari 154 sampel perusahaan yang tergolong pada kelompok INSOWN rendah dengan DAR rendah adalah 5,84% atau 9 perusahaan; pada kelompok INSOWN rendah dengan DAR sedang adalah 14,93% atau 23 perusahaan; sedangkan pada kelompok INSOWN rendah dengan DAR tinggi adalah 4,55% atau 7 perusahaan. Selanjutnya, pada kelompok INSOWN sedang dengan DAR rendah adalah 13,64% atau 21 perusahaan; kelompok INSOWN sedang dengan DAR sedang adalah 18,83% atau 29 perusahaan; kelompok INSOWN sedang dengan DAR tinggi adalah 10,39% atau 16 perusahaan. Terakhir, pada kelompok INSOWN tinggi dengan DAR rendah adalah 5,84% atau 9 perusahaan; kelompok

INSOWN tinggi dengan DAR sedang adalah 19,48% atau 30 perusahaan; sedangkan kelompok INSOWN tinggi dengan DAR tinggi adalah 6,49% atau 10 perusahaan.

4.1.8 *Institutional Ownership* (INSOWN) dengan *Firm Size* (SIZE)

Tabel 4.8 berikut adalah merupakan rangkuman dari tabulasi silang antara variabel *Institutional Ownership* (INSOWN) dengan *Firm Size* (SIZE) yang hasil perhitungannya dapat dilihat pada lampiran 4h halaman 498. Tabulasi silang yang dimaksud adalah untuk menjelaskan hubungan antara kelompok rendah, sedang dan tinggi pada INSOWN dengan kelompok rendah, sedang dan tinggi pada SIZE.

TABEL 4.8

TABULASI SILANG *INSTITUTIONAL OWNERSHIP* DENGAN *FIRM SIZE*

VARIABEL	<i>Firm Size</i> (SIZE)				
	KLMPK	Rendah	Sedang	Tinggi	TOTAL
<i>Institutional Ownership</i> (INSOWN)	Rendah	10 (6,49%)	25 (16,23%)	4 (2,60%)	39 (25,32%)
	Sedang	16 (10,39%)	41 (26,62%)	9 (5,85%)	66 (42,86%)
	Tinggi	13 (8,44%)	34 (22,08%)	2 (1,30%)	49 (31,82%)
	TOTAL	39 (25,32%)	100 (64,93%)	15 (9,75%)	154 (100,0%)

Sumber: Data yang diolah

Keterangan:

Rendah = SIZE \leq 12,71 INSOWN \leq 0,53
 Sedang = 12,71 < SIZE \leq 14,77 0,53 < INSOWN \leq 0,73
 Tinggi = SIZE > 14,77 INSOWN > 0,73

Berdasarkan Tabel 4.8 di atas dapat diketahui bahwa dari 154 sampel perusahaan yang tergolong dalam kelompok INSOWN rendah dengan SIZE rendah adalah 6,49% atau 10 perusahaan; pada kelompok INSOWN rendah dengan SIZE sedang adalah 16,23% atau 25 perusahaan; sedangkan pada kelompok INSOWN rendah dengan SIZE tinggi adalah 2,60% atau 4 perusahaan. Sedangkan, pada

kelompok INSOWN sedang dengan SIZE rendah adalah 10,39% atau 16 perusahaan; pada kelompok INSOWN sedang dengan SIZE sedang adalah 26,62% atau 41 perusahaan; sedangkan pada kelompok INSOWN sedang dengan SIZE tinggi adalah 5,85% atau 9 perusahaan. Selanjutnya, pada kelompok INSOWN tinggi dengan SIZE rendah adalah 8,44% atau terdapat 13 perusahaan; pada kelompok INSOWN tinggi dengan SIZE sedang adalah 22,08% atau 34 perusahaan; pada kelompok INSOWN tinggi dengan SIZE tinggi adalah 1,30% atau 2 perusahaan.

4.1.9 *Boards Independent* (BDINDT) dengan *Debt to Assets Ratio* (DAR)

Tabel 4.9 berikut adalah merupakan rangkuman dari tabulasi silang antara variabel *Boards Independent* (BDINDT) dan *Debt to Assets Ratio* (DAR) yang hasil perhitungannya dapat dilihat pada lampiran 4i halaman 499. Tabulasi silang yang dimaksud adalah untuk menjelaskan hubungan antara kelompok rendah, sedang dan tinggi pada BDINDT dengan kelompok rendah, sedang dan tinggi pada DAR. Berdasarkan Tabel 4.9 ini dapat diketahui bahwa dari 154 sampel perusahaan yang tergolong pada kelompok BDINDT rendah dengan DAR rendah adalah 20,78% atau 32 perusahaan; pada kelompok BDINDT rendah dengan DAR sedang adalah 40,26% atau 62 perusahaan; sedangkan pada kelompok BDINDT rendah dengan DAR tinggi adalah 12,99% atau 20 perusahaan.

TABEL 4.9

**TABULASI SILANG *BOARDS INDEPENDENT* DENGAN
*DEBT TO ASSETS RATIO***

VARIABEL	<i>Boards Independent</i> (BDINDT)
----------	------------------------------------

<i>Debt to Assets Ratio (DAR)</i>	KLMPK	Rendah	Sedang	Tinggi	TOTAL
	Rendah	32 (20,78%)	7 (4,54%)	0 (0,00%)	39 (25,32%)
	Sedang	62 (40,26%)	18 (11,69%)	2 (1,30%)	82 (53,25%)
	Tinggi	20 (12,99%)	13 (8,44%)	0 (0,00%)	33 (21,43%)
	TOTAL	114 (74,03%)	38 (24,67%)	2 (1,30%)	154 (100,0%)

Sumber: Data yang diolah

Keterangan:

Rendah = $BDINDT \leq 0,36$ $DAR \leq 0,32$
 Sedang = $0,36 < BDINDT \leq 0,51$ $0,32 < DAR \leq 0,58$
 Tinggi = $BDINDT > 0,51$ $DAR > 0,58$

Berdasarkan Tabel 4.9 di atas dapat diketahui pula bahwa kelompok BDINDT sedang dengan DAR rendah adalah 4,54% atau 7 perusahaan; pada kelompok BDINDT sedang dengan DAR sedang adalah 11,69% atau 18 perusahaan; sedangkan pada kelompok BDINDT sedang dengan DAR tinggi adalah 8,44% atau 13 perusahaan. Terakhir, pada kelompok DPR tinggi dengan DAR rendah adalah 0,00% atau tidak ada perusahaan; pada kelompok BDINDT tinggi dengan DAR sedang adalah 1,30% atau 2 perusahaan; pada kelompok BDINDT tinggi dengan DAR tinggi adalah 0,00% yang berarti tidak ada perusahaan dalam kelompok ini.

4.2 Statistik Deskriptif

Berdasarkan pada 154 sampel perusahaan yang digunakan dalam penelitian ini, diperoleh gambaran statistik deskriptif untuk seluruh variabel yang dianalisis, yaitu: *Tobin's q* (TBNSQ), *Dividend Payout Ratio* (DPR), *Return on Equity* (ROE), *Debt to Assets Ratio* (DAR), *Firm Size* (SIZE), *Systematic Risk* (RISK), *Institutional Ownership* (INSOWN), *Boards Independent* (BBINDT), dan *Boards Size* (BDSIZE). Statistik deskriptif ini dipaparkan dengan tujuan untuk mengetahui karakteristik dari

variabel yang dianalisis secara terperinci yang meliputi jumlah sampel, *range*, rata-rata, minimum, maksimum, dan standar deviasi. Berikut adalah Tabel 4.9 yang menunjukkan statistik deskriptif yang dimaksud.

TABEL 4.10
STATISTIK DISKRIPTIF

Variable	N	Range	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
TBNSQ	154	1,99	-0,08	1,91	0,6296	0,39543
DPR	154	0,55	0,05	0,60	0,2202	0,09326
ROE	154	39,54	1,21	40,75	15,0681	8,40325
DAR	154	0,77	0,06	0,83	0,4403	0,17898
SIZE	154	20541300,37	42192,59	20583492,96	1517235,97	2728577,23
RISK	154	0,86	-0,23	0,63	0,1908	0,15653
INSOWN	154	0,61	0,33	0,94	0,6429	0,14833
BDINDT	154	0,47	0,20	0,67	0,3428	0,07765
BDSIZE	154	4,00	2,00	6,00	3,8117	1,08928
Valid N	154					

Sumber: Data yang diolah

Tabel 4.10 ini adalah merujuk pada lampiran 5a halaman 500, dan berdasarkan tabel tersebut dapat dijelaskan bahwa variabel *Tobin's q* memiliki rata-rata sebesar 62,89% dengan standar deviasi sebesar 0,39622 menunjukkan bahwa pada umumnya dari 154 perusahaan yang terpilih menjadi anggota mempunyai nilai *Tobin's q* dibawah satu. Nilai maksimum dari variabel *Tobin's q* ini adalah sebesar 191,00% yang dimiliki oleh United Tractors Tbk (UNTR) untuk laporan keuangan tahun 2006, dan nilai minimumnya adalah sebesar -8,0% yang dimiliki oleh Mustika Ratu Tbk. (MRAT) untuk laporan keuangan 2007.

Variabel *Dividend Payout Ratio* (DPR) memiliki rata-rata sebesar 21,57% dengan standar deviasi sebesar 0,0895, menunjukkan bahwa dari 154 perusahaan

yang terpilih menjadi anggota menahan keuntungannya sebesar rata-rata 78,43% sebagai laba ditahan. Rata-rata DPR adalah sebesar 22,027% adalah lebih kecil apabila dibandingkan dengan rata-rata DPR dari seluruh perusahaan manufaktur yang membagikan dividen untuk periode tahun 2000 sampai tahun 2007 yaitu sebesar 35,13%, sebagaimana telah diungkapkan pada fenomena bisnis. Nilai DPR tertinggi adalah sebesar 60,00% dimiliki perusahaan oleh Astra Graphia Tbk. (ASGR) untuk tahun 2007, dan nilai DPR terendah adalah sebesar 5,00% yang dimiliki oleh Citra Kimia Farma Tbk. (KAEF) untuk tahun 2004. Berdasarkan penelusuran terhadap *annual report* dari seluruh perusahaan yang terpilih menjadi anggota sampel dalam penelitian ini, selanjutnya dapat dikemukakan bahwa frekuensi pembayaran dividen adalah satu kali dalam setahun (lampiran 2, halaman 482).

Variabel *Return on Equity* (ROE) memiliki rata-rata sebesar 15,07% dengan standar deviasi sebesar 8,40%. Nilai ROE maksimum adalah sebesar 40,75% yang dimiliki Jaya Pari Steel Tbk. (JPRS) untuk tahun 2005, dan nilai minimumnya adalah 1,21% dimiliki Tunas Baru Lampung Tbk (TBLA) untuk tahun 2005. Variabel *Debt to Assets Ratio* (DAR) mempunyai rata-rata sebesar 44,03% dengan standar deviasi sebesar 0,1790, ini menunjukkan bahwa 154 perusahaan yang menjadi anggota sampel dalam penelitian ini pada umumnya menggunakan persentase hutang yang tinggi, yaitu mendekati 50% untuk membiayai investasinya. Nilai maksimum dari variabel DAR ini adalah 83,00% yang dimiliki oleh perusahaan Intraco Pentra Tbk. (INTA) untuk tahun 2004, sedangkan nilai minimumnya adalah 6,00% yang dimiliki oleh perusahaan Jaya Pari Steel Tbk. (JPRS) untuk tahun 2006.

Variabel *Firm Size* memiliki rata-rata sebesar Rp 1.517.235.970.000,00 dengan standar deviasi sebesar Rp. 2.728.577.230.000,00 Nilai SIZE minimum adalah sebesar Rp. 42.192.590.000,00 yang dimiliki oleh perusahaan Lion Mesh Prima Tbk (LIMAS) untuk periode tahun 2005, sedangkan nilai SIZE maksimum adalah sebesar Rp. 20.583.492.960.000,00 yang dimiliki oleh perusahaan Gudang Garam Tbk. (GGRM) untuk tahun 2004. Selanjutnya, variabel *Systematic Risk* (RISK) memiliki rata-rata sebesar 0,191 dengan standar deviasi 0,157. Nilai *Systematic Risk* (RISK) minimum adalah sebesar -0,23 yang dimiliki oleh perusahaan Fast Food Indonesia Tbk. (FAST) untuk periode tahun 2006, sedangkan nilai RISK maksimum adalah sebesar 0,63 yang dimiliki oleh perusahaan Unggul Indah Cahaya Tbk. (UNIC) untuk periode tahun 2001.

Variabel *Institutional Ownership* (INSOWN) memiliki nilai rata-rata sebesar 64,29% dengan standar deviasi sebesar 0,14833, kondisi ini menunjukkan bahwa lebih dari 50% perusahaan-perusahaan manufaktur yang terpilih menjadi anggota sampel dalam penelitian ini dimiliki oleh investor kelembagaan. Selanjutnya nilai INSOWN minimum adalah sebesar 33,00% yang dimiliki oleh perusahaan Mayora Indah Tbk. (MYOR) untuk periode tahun 2005, dan nilai INSOWN maksimum adalah sebesar 94,00% yang dimiliki oleh perusahaan Aqua Golden Mississippi Tbk. (AQUA) untuk periode tahun 2005.

Variabel *Boards Independent* (BDINDT) memiliki nilai rata-rata 34,28% dengan standar deviasi 7,76%. Nilai minimum variabel ini adalah 20,00% dimiliki Mandom Indonesia Tbk. (TCID) untuk tahun 2004 dan nilai maksimumnya adalah

sebesar 67,00% dimiliki Colorpak Indonesia Tbk. (CLPI) untuk tahun 2006. Nilai rata-rata variabel BDINDT dari 154 sampel perusahaan ini telah memenuhi ketentuan Direksi PT. Bursa Efek Jakarta, Nomor Kep-339./BEJ/07-2001 butir C mengenai *board governance* yang terdiri dari Komisaris Independen, Komite Audit dan Sekretaris Perusahaan, yang mana salah satunya menyatakan bahwa untuk mencapai *Good Corporate Governance* (GCG) maka jumlah komisaris independen adalah sekurang-kurangnya sebesar 30% dari seluruh anggota dewan komisaris.

Variabel *Boards Size* (BDSIZE) memiliki nilai rata-rata 3,8117 dibulatkan menjadi 4 orang dengan standar deviasi sebesar 1,09 dibulatkan menjadi 1 orang. Nilai minimum dari variabel BDISIZE ini adalah 2 orang yang diantaranya dimiliki oleh Sugi Sama Persada Tbk. (SUGI) untuk tahun 2007, dan nilai maksimumnya adalah sebesar 6 orang, diantaranya dimiliki oleh Fast Food Indonesia Tbk. (HEXA) untuk tahun 2007. selanjutnya, nilai rata-rata BDSIZE adalah 4 orang yang relatif lebih sedikit apabila dibandingkan dengan hasil penelitian Grag (2007), yang menyarankan sebanyak 6 orang anggota dewan komisaris sebagai suatu jumlah anggota dewan komisaris (*Boards Size*) yang ideal.

4.3 Pengujian Model Penelitian Empiris

Perumusan untuk seluruh hipotesis yang ada dalam penelitian ini telah membawa konsekuensi terbentuknya tiga model penelitian empiris, yaitu: 1) Model penelitian empiris pertama tentang hubungan struktur *corporate governance* dan perilaku oportunistik manajerial; 2) Model penelitian empiris kedua tentang hubungan perilaku oportunistik manajerial dan kebijakan dividen dan nilai

perusahaan yang dimediasi oleh tingkat profitabilitas; dan 3) Model penelitian empiris ketiga tentang hubungan struktur *corporate governance* dan nilai perusahaan yang dimediasi oleh kebijakan dividen.

Pengujian untuk seluruh hipotesis yang menyertai ketiga model penelitian empiris tersebut, menggunakan analisis jalur (*path analysis*) yang dilakukan melalui paket program Amos 16.0. Selanjutnya, hasil pengujian yang dilakukan untuk ketiga model penelitian empiris tersebut, masing-masing diuraikan di bawah ini.

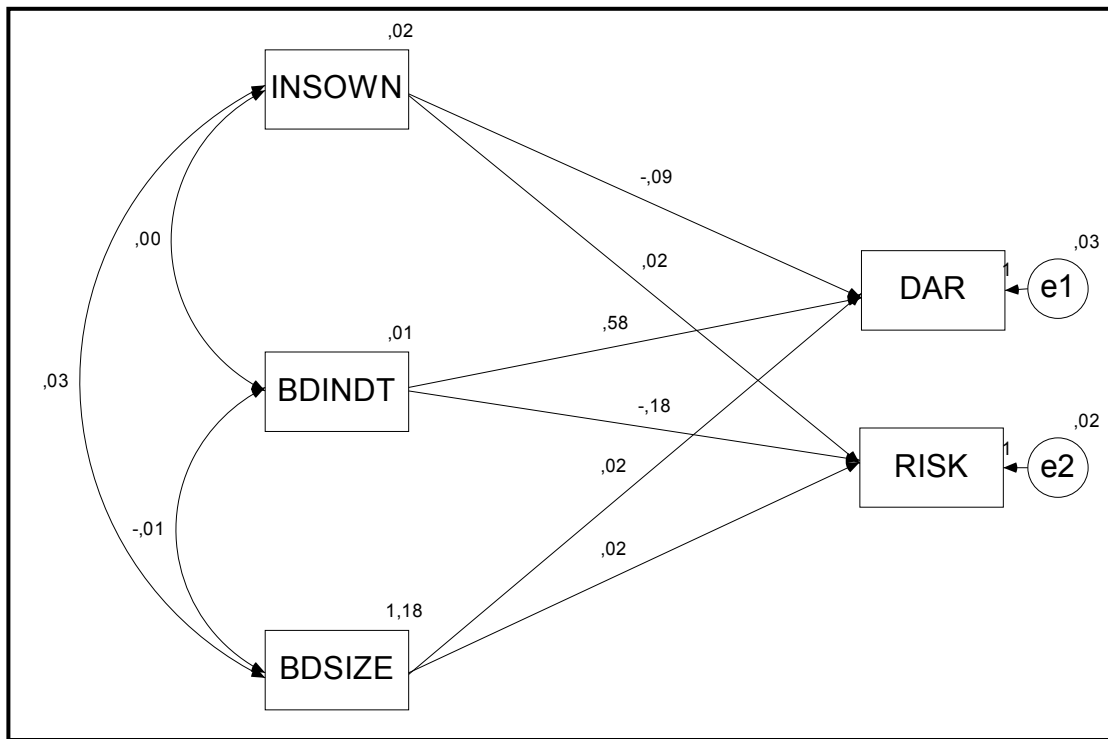
4.3.1 Pengujian Model Penelitian Empiris 1

Model penelitian empiris ini dibangun untuk menguji pengaruh struktur *corporate governance* terhadap perilaku oportunistik manajerial. Struktur *corporate governance* diproksi dengan *Institutional Ownership* (INSOWN), *Boards Independent* (BDINDT), dan *Boards Size* (BDSIZE), perilaku oportunistik manajerial diproksi dengan *Debt to Assets Ratio* (DAR) dan *Systematic Risk* (RISK). Pengujian terhadap model penelitian empiris ini merupakan pengujian secara empiris untuk hipotesis 1 (terdiri dari 1a, 1b, 1c) dan hipotesis 2 (terdiri dari 2a, 2b, 2c).

Gambar 4.1 berikut adalah diagram hasil *path analysis* untuk model penelitian empiris pertama, hasil analisis data melalui paket program Amos 16.0, lampiran 6a halaman 501. Diagram hasil *path analysis* ini memuat koefisien-koefisien regresi dan korelasi dari seluruh variabel yang ada dalam model ini, disajikan sebagai berikut:

GAMBAR 4.1

DIAGRAM HASIL ANALISIS JALUR MODEL PENELITIAN EMPIRIS 1
STRUKTUR *CORPORATE GOVERNANCE* DAN PERILAKU
OPORTUNISTIK MANAJERIAL



Sumber: Hasil Pengembangan Disertasi

Sebagaimana telah dikemukakan pada bab sebelumnya, bahwa terhadap model penelitian empiris parsial pertama ini dapat dirumuskan dua persamaan struktural yang dibakukan (*standardized*). Dengan demikian, berdasarkan pada Gambar 4.1 di atas dan *regression weights* pada *output* 4 tentang *estimates* di lampiran 6b halaman 508, maka disusun persamaan struktural hasil analisis data yang menggunakan paket program Amos 16.0, sebagai berikut:

$$\text{DAR} = -0,091 \text{ INSOWN} + 0,578 \text{ BDINDT} + 0,022 \text{ BDSIZE} \dots\dots (4.1)$$

$$\text{P} \quad (0,377) \quad (0,003) \quad (0,099)$$

$$\text{Cr} \quad (-0,883) \quad (3,003) \quad (1,648)$$

$$\text{RISK} = 0,018 \text{ INSOWN} - 0,175 \text{ BDINDT} + 0,021 \text{ BDSIZE} \dots\dots\dots (4.2)$$

$$\text{P} \quad (0,848) \quad (0,317) \quad (0,087)$$

$$\text{Cr} \quad (0,192) \quad (-1,001) \quad (1,713)$$

Serangkaian penilaian terhadap hasil analisis dari model penelitian empiris pertama ini akan dilakukan, sebelum hasil analisis ini digunakan untuk menguji hipotesis-hipotesis yang mengikutinya. Adapun, penilaian yang akan dilakukan tersebut adalah terdiri dari penilaian untuk asumsi-asumsi dari model dan kelayakan dari model itu sendiri, yang akan diuraikan sebagai berikut.

4.3.1.1 Pengujian Asumsi Model Penelitian Empiris 1

Analisis *Structural Equation Modeling* (SEM) menggunakan estimasi Maksimun *Likelihood*, menurut Ghazali (2004) estimasi maksimum *likelihood* menghendaki terpenuhinya asumsi: (1) distribusi dari *variabel observed normal* secara *multivariate*, (2) model yang dihipotesiskan *valid* dan (3) skala variabel *observed* kontinue. *Structural Equation Modeling* sangat sensitif terhadap karakteristik distribusi data khususnya distribusi yang melanggar normalitas *multivariate* atau adanya kurtosis yang tinggi (kemencengan distribusi) dalam data. Untuk itu sebelum data yang diolah harus diuji dahulu untuk memastikan ada tidaknya data *outliers* dan distribusi data harus normal secara *multivariate*.

1) Pengujian Normalitas Data

Pengujian normalitas data dilakukan dengan menggunakan kriteria nilai kritis sebesar $\pm 2,58$ pada tingkat signifikan 0,01. Dengan demikian, apabila nilai kritis dari hasil penelitian ini lebih besar dari kriteria nilai kritis tersebut, maka dapat diduga bahwa distribusi data adalah tidak normal. Uji normalitas *univariate* dan *multivariate*

data berdasarkan lampiran 6b hasil perhitungan *structural equation modeling* pada *assessment of normality* disajikan pada Tabel 4.11, sebagai berikut ini.

TABEL 4.11
PENGUJIAN NORMALITAS DATA MODEL PENELITIAN EMPIRIS 1

Variable	Min	Max	Skew	C.R.	Kurtosis	C.R.
BDINDT	0,200	0,670	0,857	4,342	2,281	5,778
BDSIZE	2,000	6,000	0,561	2,842	-0,909	-2,303
INSOWN	0,330	0,940	0,261	1,320	-0,934	-2,365
RISK	-,230	0,630	0,513	2,597	0,439	1,111
DAR	0,058	0,830	-0,197	-0,997	-0,764	-1,934
Multivariate					-0,675	-0,500

Sumber: Lampiran 6b tentang *assessment of normality*

Tabel 4.11 di atas menunjukkan bahwa terdapat satu nilai pada kolom *Critical Ratio* (C.R.) yang lebih besar dari $\pm 2,58$, yaitu untuk variabel BDINDT dengan nilai *Critical Ratio* masing-masing sebesar 5,778. Oleh karena itu dapat dikatakan bahwa secara *univariate* data dari variabel BDINDT ini tidak berdistribusi normal. Namun, hasil pengujian normalitas *multivariate* pada kolom *Critical Ratio* (C.R.) menunjukkan hasil perhitungan sebesar -0,500, yang berarti jauh lebih kecil dari nilai batas $\pm 2,58$. Dengan demikian, dapat ditarik kesimpulan bahwa hasil penilaian normalitas terhadap data penelitian yang digunakan dalam model penelitian empiris pertama ini adalah normal secara *multivariate* yang berarti sangat layak untuk digunakan dalam estimasi selanjutnya.

2) *Univariate dan Multivariate Outliers*

Outliers adalah observasi atau data yang memiliki karakteristik unik yang terlihat sangat berbeda jauh dari observasi-observasi lainnya dan muncul dalam bentuk nilai ekstrim baik untuk sebuah variabel tunggal atau kombinasi (Hair et al., 1995). *Outliers* dapat dievaluasi dengan dua cara, yaitu dengan melakukan analisis terhadap *univariate outliers* dan *multivariate outliers*.

Univariate outliers dapat dideteksi dengan menentukan nilai ambang batas yang dikategorikan sebagai *outliers* dengan cara mengkonversi nilai data ke dalam *standard score* atau *z-score* yang mempunyai rata-rata nol dengan standar deviasi sebesar satu. Bila nilai-nilai itu dinyatakan dalam format standar (*z-score*), maka perbandingan antara besaran nilai dengan mudah dapat dilakukan. Untuk sampel besar (di atas 80 observasi), pedoman evaluasi adalah nilai ambang batas dari *z-score* itu berada pada rentang 3 sampai dengan 4 (Hair et.al, 1995). Karena itu, nilai observasi yang mempunyai $z\text{-score} \geq 3,0$ dikategorikan sebagai *outliers*. Hasil penilaian dengan *z-score* dapat dilihat pada Tabel 4.12 berikut..

TABEL 4.12
PENGUJIAN *UNIVARIATE* DAN *MULTIVARIATE OUTLIERS*
MODEL PENELITIAN EMPIRIS 1

	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
Zscore(DAR)	154	-2,13609	2,17731	0,0000000	1,00000000
Zscore(RISK)	154	-2,64158	2,73743	0,0000000	1,00000000
Zscore(INSOWN)	154	-2,10918	2,00323	0,0000000	1,00000000
Zscore(BDINDT)	154	-1,83894	4,21392	0,0000000	1,00000000
Zscore(BDSIZE)	154	-1,66320	2,00895	0,0000000	1,00000000
Valid N (listwise)	154				

Sumber: lampiran 5b statistik deskriptif data *standardize*

Tabel 4.12 menunjukkan bahwa semua nilai yang distandarisir dalam bentuk *z-score* mempunyai rata-rata sama dengan nol (0,000) dengan standar deviasi sebesar 1,000. Namun demikian, dapat diketahui bahwa variabel BDINDT (*Boards Independent*) mempunyai nilai *z-score* sebesar 4,21392. Dengan demikian, kesimpulannya adalah bahwa data observasi yang digunakan dalam penelitian ini tidak terbebas dari *univariate outliers*.

Evaluasi *multivariate outliers* perlu dilakukan karena meskipun data yang dianalisis menunjukkan adanya *outliers* pada tingkat *univariate*, tetapi observasi-observasi itu dapat menjadi bukan *outliers* bila sudah dikombinasikan. Evaluasi *multivariate outliers* dilakukan dengan menggunakan perhitungan jarak *mahalanobis* (*the mahalanobis distance*) untuk tiap-tiap variabel. *The mahalanobis distance* menunjukkan jarak sebuah variabel dari rata-rata semua variabel dalam sebuah ruang multidimensional (Norusis, 1994; Tabacnick dan Fidell, 1996, dalam Ferdinand, 2005). Perhitungan jarak *mahalanobis* didasarkan pada nilai *chi-square* dalam tabel distribusi χ^2 pada derajat bebas (*degree of freedom*) sebesar jumlah variabel yang digunakan dalam penelitian. Dalam penelitian ini digunakan 5 variabel pada tingkat $p < 0,001$ yaitu $\chi^2 (5;0,001) = 20,520$. Karena itu, data yang memiliki jarak *mahalanobis* lebih besar dari 20,520 dianggap *multivariate outliers*. Perhitungan jarak *mahalanobis* dari data dapat dilihat pada lampiran 6b hasil perhitungan SEM bagian *Observations farthest from the centroid (mahalanobis distance)* yaitu data yang paling jauh adalah 18,351 dan yang paling dekat adalah 3,398. Kesimpulannya

adalah tidak ada jarak mahalanobis yang lebih besar dari 20,520 sehingga data penelitian ini tidak terdeteksi adanya *outlier multivariate*.

3) *Multicollinearity* dan *Singularity*

Untuk melihat apakah terdapat *multicollinearity* atau *singularity* dalam sebuah kombinasi variabel, perlu mengamati determinan matriks kovarians. Determinan matriks kovarians yang benar-benar kecil atau sama dengan 0 mengindikasikan adanya multikolinearitas atau singularitas (Tabachnick dan Fidell, 1988 dalam Gozali 2008). Lampiran 6b hasil perhitungan SEM pada bagian *Sample Covariances Matrix* menunjukkan nilai determinan sebesar 0,000 atau sama dengan nol, mengindikasikan adanya multikolinearitas atau singularitas dalam data observasi. Namun demikian, metode analisis data yang digunakan dalam penelitian ini adalah *path analysis*, yang diharapkan dapat mengakomodir kondisi multikolinearitas tersebut. Selanjutnya, Program AMOS 16.0 akan secara otomatis memberikan *warning* bila matriks kovariansnya bersifat singular. Karena dalam analisis ini tidak ada *warning* dan hanya diselesaikan dalam 5 iterasi (lampiran 6b hasil perhitungan SEM bagian *minimization history*) untuk menghasilkan konvergensi model, maka matriks kovarians ini adalah non-singular dan karena itu dapat dianalisis.

4.3.1.2 Pengujian Kelayakan Model Penelitian Empiris 1

Goodness-of fit mengukur kesesuaian input observasi atau sesungguhnya (matrik kovarian atau korelasi) dengan prediksi dari model yang diajukan (*proposed model*). Hasil perhitungan evaluasi kriteria *goodness-of fit* dapat dilihat pada lampiran

6b hasil perhitungan SEM bagian *fit measures*. Selanjutnya, dapat dikemukakan bahwa terdapat tiga jenis ukuran *goodness-of-fit* yaitu:

1) **Absolute fit measures**

Absolute fit measures mengukur *model fit* secara keseluruhan baik model struktural maupun model pengukuran secara bersama.

Likelihood Ratio Chi-Square Statistic

Ukuran fundamental dari *overall fit* adalah *likelihood ratio chi-square statistic* (χ^2). *Chi-square* yang tinggi relatif terhadap *degree of freedom* menunjukkan bahwa matrik kovarian atau korelasi yang diobservasi dengan yang diprediksi bersifat sangat sensitif terhadap besarnya sampel yang digunakan. Model yang akan diuji akan dipandang baik atau memuaskan bila nilai *chi-square*-nya rendah. Semakin kecil χ^2 semakin baik model itu diterima berdasarkan probabilitas dengan *cut off value* sebesar $p > 0,05$ atau $p > 0,10$ (Huland et al., 1996 dalam Ferdinand, 2005; p.85).

Nilai *chi-square* yang diperoleh dari hasil analisis terhadap model penelitian empiris pertama ini adalah sebesar 1,211. Sedangkan, nilai tabel untuk χ^2 dengan $df = 1$ dan $\alpha = 0,01$ adalah sebesar 3,8415. Dengan demikian nilai *chi-square* penelitian lebih kecil daripada nilai *chi-square* tabel, yang berarti model yang diusulkan adalah sangat cocok atau *a very good fit* dengan data observasi.

CMIN/DF

Wheaton et al. (1977, dalam Gozali, 2008) menyatakan bahwa nilai ratio 5 (lima) atau kurang dari lima merupakan ukuran yang *reasonable*. Peneliti lainnya

seperti Byrne (1988) mengusulkan nilai χ^2 relatif kurang dari 2,0 atau 3,0 adalah indikasi *acceptable fit* antara model dan data. Nilai CMIN/DF hasil analisis terhadap model penelitian empiris pertama ini adalah 1,211, lebih kecil dari 2,000. Dengan demikian, model penelitian empiris pertama ini adalah tergolong *a very good fit*.

GFI (*Goodness of Fit Index*)

GFI dikembangkan oleh Joreskog dan Sorbom (1984) yaitu ukuran *non statistical* yang mempunyai rentang nilai antara 0 sampai dengan 1. Nilai yang tinggi mendekati 1 dalam indeks ini menunjukkan sebuah *better fit* atau *a very good fit*. Nilai GFI hasil analisis terhadap model penelitian empiris pertama ini adalah sebesar 0,997 menunjukkan model tergolong *a very good fit*.

RMSEA (*Root Mean Square of Approximation*)

RMSEA merupakan ukuran yang mencoba memperbaiki kecenderungan *statistic chi-square* menolak model dengan jumlah sampel yang besar. Nilai RMSEA kurang atau sama dengan 0,08 ($\leq 0,08$) merupakan ukuran yang dapat diterima. Nilai RMSEA hasil analisis terhadap model penelitian empiris pertama ini adalah sebesar 0,037, yang berarti lebih kecil dari 0,08. Dengan demikian, model penelitian empiris parsial pertama ini adalah tergolong *a very good fit*.

Incremental fit measures

Incremental fit measures merupakan ukuran untuk membandingkan *proposed model* dengan model lain yang dispesifikasi. Adapun, hasil hitungan *incremental fit measures* untuk model penelitian empiris pertama ini adalah sebagai berikut:

2)

AGFI (*Adjusted Goodness-of-Fit Index*)

AGFI merupakan kriteria yang memperhitungkan proporsi tertimbang dari varian dalam sebuah matriks kovarian sampel. Tingkat penerimaan yang direkomendasikan adalah AGFI mempunyai nilai sama dengan atau lebih besar dari 0,90 atau $\geq 0,90$. Nilai AGFI hasil perhitungan untuk model penelitian empiris pertama adalah sebesar 0,953, yang berarti lebih besar dari nilai yang direkomendasikan, dengan demikian model penelitian empiris pertama ini adalah tergolong *a very good fit*.

TLI (*Tucker-Lewis Index*)

Besaran indeks ini adalah pada rentang nilai sebesar 0 – 1, dimana semakin mendekati 1, mengindikasikan tingkat *fit* yang paling tinggi *a very good fit* (Arbuckle, 1997). Nilai yang direkomendasikan adalah $TLI \geq 0,90$. Nilai TLI dari model penelitian pertama ini adalah sebesar 0,936, yang berarti lebih besar dari nilai yang direkomendasikan. dengan demikian model penelitian empiris pertama ini adalah tergolong *a very good fit*.

NFI (*Normed Fit Index*)

NFI merupakan ukuran perbandingan antara *proposed model* dan *null model*. Nilai NFI akan bervariasi dari 0,000 (*no fit at all*) sampai 1,000 (*perfect fit*). Seperti halnya, TLI tidak ada nilai absolut yang dapat digunakan sebagai standar, tetapi umumnya untuk nilai NFI yang direkomendasikan adalah sama atau atau lebih besar dari 0,90 atau $\geq 0,90$. Nilai NFI dari model penelitian empiris pertama ini adalah

sebesar 0,972 yang berarti lebih besar dari 0,90, dengan demikian model penelitian empiris pertama ini adalah tergolong *a very good fit*.

3) Parsimonius Fit Measures

Parsimonius fit measures melakukan *adjustment* terhadap pengukuran *fit* untuk dapat diperbandingkan antara model dengan jumlah koefisien yang berbeda. Adapun, hasil hitungan *parsimonius fit measures* untuk model penelitian empiris pertama ini adalah sebagai berikut:

PNFI (Parsimonious Normal Fit Index)

Parsimonious Normal Fit Index (PNFI) merupakan modifikasi dari NFI. PNFI memasukkan jumlah *degree of freedom* yang digunakan untuk mencapai *level fit*. Semakin tinggi nilai PNFI semakin baik. *Parsimonious normal fit iindex* ini digunakan untuk membandingkan model alternatif sehingga tidak ada nilai yang direkomendasikan sebagai nilai *fit* yang diterima. Nilai PNFI hasil perhitungan dari model penelitian empiris pertama ini adalah sebesar 0,097.

PGFI (Parsimonious Goodness-of-Fit Index)

Parsimonious goodness-of-fit index memodifikasi GFI atas dasar *parsimony estimated model*. Nilai PGFI berkisar antara 0 sampai 1 dengan nilai semakin tinggi menunjukkan model lebih *parsimony*. Nilai PGFI hasil perhitungan dari model ini adalah sebesar 0,066. Berdasarkan hasil pengujian terhadap kelayakan model penelitian empiris pertama ini, maka dapat disajikan ringkasan hasil evaluasi *goodness of fit* tersebut pada Tabel 4.13, sebagai berikut:

TABEL 4.13

RINGKASAN HASIL EVALUASI
GOODNESS OF FIT MODEL PENELITIAN EMPIRIS 1

<i>Goodness of fit Index</i>	<i>Cut-off Value</i>	Hasil Model	Keterangan
<i>Absolute Measures</i>			
χ^2 - Chi-Square	Diharapkan Kecil	1,211	Nilai χ^2 tabel dengan df 5 adalah 11,0705. Nilai <i>chi-square</i> hitung sebesar 1,211 adalah lebih kecil.
Probability	$\geq 0,05$	0,271	Baik sekali
CMIN/DF	$\leq 2,00$	1,211	Baik sekali
RMSEA	$\leq 0,08$	0,037	Baik sekali
GFI	$\geq 0,90$	0,997	Baik sekali
<i>Incremental Fit Measures</i>			
AGFI	$\geq 0,90$	0,953	Baik sekali
TLI	$\geq 0,90$	0,936	Baik sekali
CFI	$\geq 0,95$	0,994	Baik sekali
NFI	$\geq 0,90$	0,972	Baik sekali

Sumber: Lampiran 6b hasil perhitungan SEM atas variabel penelitian

Berdasarkan Tabel 4.13 di atas tentang ringkasan hasil evaluasi kriteria *goodness of fit*, maka model penelitian empiris pertama ini dapat dikatakan sangat layak untuk menguji hipotesis-hipotesis yang mengikutinya.

4.3.1.3 Pengujian Hipotesis Model Penelitian Empiris 1

Model penelitian empiris pertama ini dibangun dengan dua tujuan, yaitu: **pertama**, untuk menguji pengaruh struktur *corporate governance* (diproksi dengan *institutional ownership*, *boards independent*, dan *boards size*) terhadap perilaku oportunistik manajerial (diproksi dengan *debt to assets ratio*). **Kedua**, untuk menguji pengaruh struktur *corporate governance* (diproksi dengan *institutional ownership*, *boards independent*, dan *boards size*) terhadap perilaku oportunistik manajerial (diproksi dengan *systematic risk*).

Sebagaimana telah dikemukakan bahwa pengujian terhadap model penelitian empiris pertama ini merupakan pengujian secara empiris untuk dua hipotesis pertama dari penelitian ini yaitu hipotesis 1 (yang terdiri dari 1a, 1b, 1c) dan hipotesis 2 (yang terdiri dari 2a, 2b, 2c). Adapun, hasil pengujian untuk keenam hipotesis yang menyertai model penelitian empiris pertama ini, diuraikan sebagai berikut:

1) Pengujian Pengaruh *Institutional Ownership*, *Boards Independent*, dan *Boards*

Size* terhadap *Debt to Assets Ratio

Hipotesis 1 adalah menyangkut tentang pengaruh dari struktur *corporate governance*, yang diproksi dengan *institutional ownership*, *boards independent*, dan *boards size* terhadap perilaku oportunistik manajerial yang diproksi dengan *debt to asset ratio*. Selanjutnya, hipotesis 1 ini diuraikan menjadi tiga sub hipotesis yang mengikutinya dan yang akan diuji secara empiris, sebagai berikut:

Hipotesis 1a:

Kepemilikan institusi (*institutional ownership*) berpengaruh negatif terhadap *debt to assets ratio*.

Hipotesis 1b:

Besarnya komposisi anggota dewan komisaris independen (*boards independent*) berpengaruh positif terhadap *debt to assets ratio*.

Hipotesis 1c:

Ukuran dewan komisaris (*boards size*) berpengaruh positif terhadap *debt to assets ratio*

Hasil pengujian hipotesis 1a, 1b, dan 1c tersebut dapat diketahui melalui persamaan struktural 4.1. Persamaan struktural ini merupakan hasil analisis data melalui paket program Amos 16.0, yang dikemukakan kembali sebagai berikut:

$$\begin{array}{lclcl} \text{DAR} & = & -0,091 & \text{INSOWN} & + & 0,578 & \text{BDINDT} & + & 0,022 & \text{BDSIZE} & \dots\dots (4.1) \\ \text{P} & & (0,377) & & & (0,003) & & & (0,099) & & \\ \text{Cr} & & (-0,883) & & & (3,003) & & & (1,648) & & \end{array}$$

Berdasarkan pada persamaan struktural di atas, dapat diketahui bahwa pengaruh *Institutional Ownership* (INSOWN) terhadap *Debt to Assets Ratio* (DAR) ditunjukkan dengan nilai koefisien -0,091, suatu arah koefisien yang sesuai dengan pernyataan hipotesis 1a. Tetapi, hasil pengujian terhadap hubungan kausalitas ini tidak menemukan cukup bukti untuk menerima hipotesis, karena hanya memiliki nilai *critical ratio* (c.r.) sebesar -0,883 dengan nilai *sig-t* sebesar 0,377, yang berarti suatu pengaruh yang tidak signifikan. Dengan demikian hipotesis 1a, yang menyatakan bahwa kepemilikan institusi (*institutional ownership*) berpengaruh negatif terhadap *debt to assets ratio* **tidak dapat diterima**.

Persamaan struktural 4.1 di atas juga memperlihatkan bahwa pengaruh *Boards Independent* (BDINDT) terhadap *Debt to Assets Ratio* (DAR) ditunjukkan dengan nilai koefisien regresi sebesar 0,578, suatu arah koefisien yang sesuai dengan pernyataan hipotesis 1b. Selanjutnya, hasil pengujian terhadap hubungan kausalitas ini menunjukkan nilai *critical ratio* (c.r.) sebesar 3,003 dengan nilai *sig-t* sebesar 0,003, yang berarti suatu pengaruh yang positif dan signifikan pada tingkat $\alpha = 1,00\%$. Dengan demikian hipotesis 1b, yang menyatakan bahwa besarnya komposisi anggota dewan komisaris independen (*boards independent*) berpengaruh positif terhadap *debt to assets ratio*, **dapat diterima**.

Persamaan struktural 4.1 di atas juga memperlihatkan bahwa pengaruh *Boards Size* (BDSIZE) terhadap *Debt to Assets Ratio* (DAR) ditunjukkan dengan nilai koefisien regresi sebesar 0,022, suatu arah koefisien yang sesuai dengan pernyataan hipotesis 1c. Selanjutnya, hasil pengujian terhadap hubungan kausalitas ini menunjukkan nilai *critical ratio* (c.r.) sebesar 1,648 dengan nilai *sig-t* sebesar 0,099, berarti suatu pengaruh yang positif dan signifikan pada tingkat $\alpha = 10,00\%$. Dengan demikian **hipotesis 1c**, yang menyatakan bahwa ukuran dewan komisaris (*boards size*) berpengaruh positif terhadap *debt to assets ratio*, **dapat diterima**.

2) Pengujian Pengaruh *Institutional Ownership*, *Boards Independent*, dan *Boards*

Size terhadap systematic risk

Hipotesis 2 adalah menyangkut tentang pengaruh struktur *corporate governance*, yang diproksi dengan *institutional ownership*, *boards independent*, dan *boards size* terhadap perilaku oportunistik manajerial yang diproksi dengan *systematic risk*. Selanjutnya, hipotesis 2 ini diuraikan menjadi tiga sub hipotesis yang akan diuji secara empiris. Ketiga sub hipotesis tersebut adalah sebagai berikut:

Hipotesis 2a:

Kepemilikan institusional (*institutional ownership*) berpengaruh positif terhadap *systematic risk*.

Hipotesis 2b:

Besarnya komposisi anggota dewan komisaris independen (*boards independent*) berpengaruh positif terhadap *systematic risk*.

Hipotesis 2c:

Ukuran dewan komisaris (*boards size*) perusahaan berpengaruh positif terhadap *systematic risk*.

Hasil pengujian secara empiris untuk ketiga hipotesis di atas, yaitu hipotesis 2a, 2b, dan 2c dapat diketahui melalui persamaan struktural 4.2 yang merupakan hasil analisis data melalui paket program Amos 16.0, dan dapat dikemukakan kembali sebagai berikut:

$$\begin{array}{lcl} \text{RISK} & = & 0,018 \text{ INSOWN} - 0,175 \text{ BDINDT} + 0,021 \text{ BDSIZE} \dots\dots\dots (4.2) \\ \text{P} & & (0,848) \quad (0,317) \quad (0,087) \\ \text{Cr} & & (0,192) \quad (-1,001) \quad (1,713) \end{array}$$

Berdasarkan pada persamaan struktural 4.2 di atas, dapat diketahui bahwa pengaruh *Institutional Ownership* (INSOWN) terhadap *Systematic Risk* (RISK) ditunjukkan dengan nilai koefisien 0,018, suatu arah koefisien yang sesuai dengan pernyataan hipotesis 2a. Selanjutnya, hasil pengujian terhadap hubungan kausalitas ini menunjukkan nilai *critical ratio* (c.r.) sebesar 0,192 dengan nilai *sig-t* sebesar 0,848, yang berarti suatu pengaruh yang tidak signifikan. Dengan demikian hipotesis 2a, yang menyatakan bahwa kepemilikan institusi (*institutional ownership*) berpengaruh positif terhadap *systematic risk*, **tidak dapat diterima**.

Berdasarkan persamaan struktural 4.2 di atas juga dapat diketahui bahwa pengaruh *Boards Independent* (BDINDT) terhadap *Systematic Risk* (RISK) ditunjukkan dengan nilai koefisien regresi sebesar -0,175, suatu arah koefisien yang

tidak sesuai dengan pernyataan hipotesis 2b. Hasil pengujian terhadap hubungan kausalitas ini menghasilkan nilai *critical ratio* (c.r.) sebesar -1,001 dengan nilai sig-t sebesar 0,317, yang berarti bahwa suatu pengaruh yang tidak signifikan. Dengan demikian hipotesis 2b, yang menyatakan bahwa besarnya komposisi anggota dewan komisaris independen (*boards independent*) berpengaruh positif terhadap *systematic risk*, **tidak dapat diterima**.

Persamaan struktural 4.2 di atas, selanjutnya memperlihatkan bahwa pengaruh *Boards Size* (BDSIZE) terhadap *Systematic Risk* (RISK) ditunjukkan dengan nilai koefisien regresi sebesar 0,021, suatu arah koefisien yang sesuai dengan pernyataan hipotesis 2c. Hasil pengujian terhadap hubungan kausalitas ini menunjukkan nilai *critical ratio* (c.r.) sebesar 1,713 dengan nilai sig-t sebesar 0,087, yang berarti suatu pengaruh yang positif dan signifikan pada tingkat $\alpha = 10,00\%$. Dengan demikian hipotesis 2c, yang menyatakan bahwa ukuran dewan komisaris (*boards size*) berpengaruh positif terhadap *systematic risk*, **dapat diterima**.

4.3.2 Pengujian Model Penelitian Empiris 2

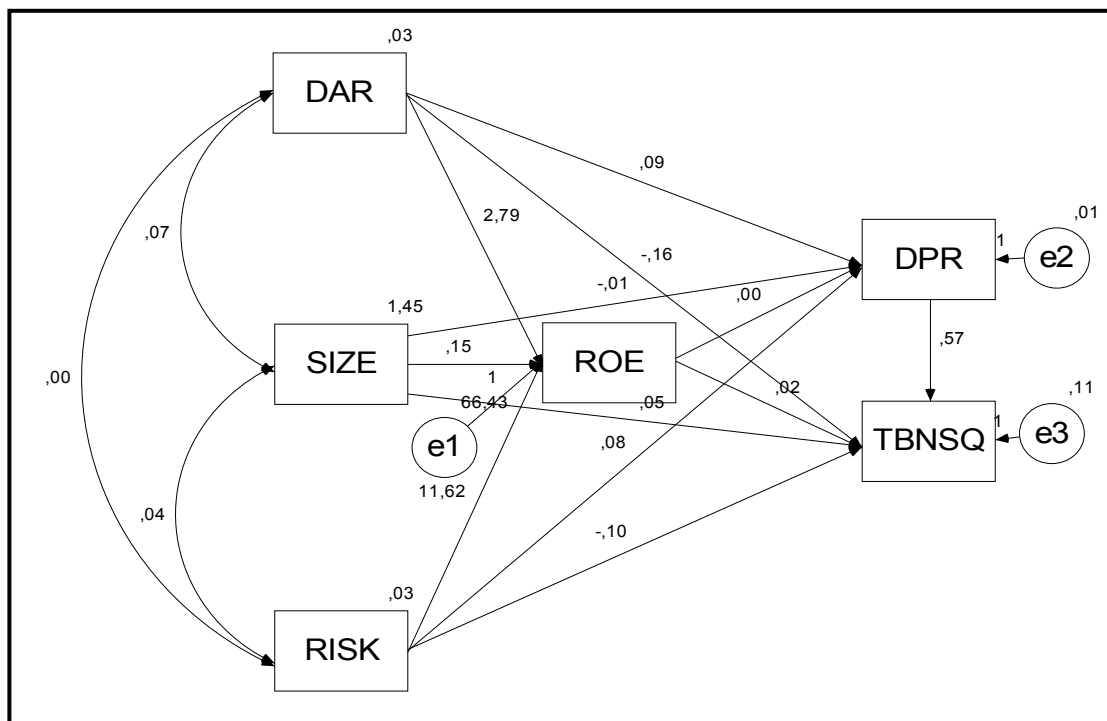
Model penelitian empiris kedua dibangun untuk menguji pengaruh perilaku oportunistik manajerial terhadap kebijakan dividen dan nilai perusahaan dengan profitabilitas sebagai variabel intervening. Perilaku oportunistik manajerial diproksi dengan variabel *Debt To Assets Ratio* (DAR), *Firm Size* (SIZE) dan *Systematic Risk* (RISK). Kebijakan dividen diproksi dengan variabel *Dividend Payout Ratio* (DPR),

nilai perusahaan diproksi dengan variabel *Tobin's q* (TBNSQ), dan profitabilitas diproksi dengan variabel *Return on Equity* (ROE).

Gambar 4.2 berikut adalah diagram hasil *path analysis* untuk model penelitian empiris kedua. Diagram jalur ini merupakan hasil analisis data menggunakan paket program Amos 16.0, lampiran 7a halaman 518, yang memuat koefisien-koefisien regresi dan korelasi dari variabel-variabel yang digunakan dalam model.

GAMBAR 4.2

DIAGRAM HASIL ANALISIS JALUR MODEL PENELITIAN EMPIRIS 2
PERILAKU OPORTUNISTIK MANAJERIAL, KEBIJAKAN DIVIDEN, NILAI
PERUSAHAAN DAN MEDIASI PROFITABILITAS



Sumber: Hasil Pengembangan Disertasi

Berdasarkan model penelitian empiris kedua ini dapat dirumuskan tiga persamaan struktural yang dibakukan (*standardized*). Dengan demikian, berdasarkan

pada Gambar 4.2 di atas dan hasil *regression weights* pada *output 4* tentang *estimates* di lampiran 7b halaman 519, maka disusun persamaan struktural hasil analisis data menggunakan paket program Amos 16.0, sebagai berikut:

$$\text{ROE} = 3,024 \text{ DAR} + 0,055 \text{ SIZE} + 11,770 \text{ RISK} \dots\dots\dots (4.3)$$

P	(0,445)	(0,925)	(0,006)
---	---------	---------	---------

Cr	(0,764)	(0,094)	(2,753)
----	---------	---------	---------

$$\text{DPR} = 0,074 \text{ DAR} - 0,005 \text{ SIZE} + 0,002 \text{ ROE} \dots\dots\dots (4.4)$$

P	(0,086)	(0,455)	(0,007)
---	---------	----------	---------

Cr	(1,718)	(-0,747)	(2,709)
----	---------	----------	---------

$$\text{TBNSQ} = 0,042 \text{ SIZE} - 0,077 \text{ RISK} + 0,021 \text{ ROE} + 0,522 \text{ DPR} \dots\dots\dots (4.5)$$

P	(0,067)	(0,669)	(0,000)	(0,086)
---	----------	---------	---------	---------

Cr	(1,834)	(-0,427)	(6,209)	(1,720)
----	---------	----------	---------	---------

Seperti halnya dengan model penelitian empiris pertama, untuk hasil analisis model penelitian empiris kedua ini juga dilakukan serangkaian penilaian. Evaluasi *goodness of fit* ini dilakukan sebelum hasil analisis dari model penelitian ini digunakan untuk menguji hipotesis-hipotesis yang mengikutinya. Penilaian yang dilakukan adalah terdiri dari penilaian asumsi-asumsi model dan kelayakan model.

4.3.2.1 Pengujian Asumsi Model Penelitian Empiris 2

Ghozali (2004) menyatakan bahwa estimasi maksimum *likelihood* menghendaki terpenuhinya asumsi: (1) distribusi dari *variabel observed normal* secara *multivariate*, (2) model yang dihipotesiskan *valid* dan (3) skala variabel *observed* kontinue. SEM sangat sensitif terhadap karakteristik distribusi data khususnya distribusi yang melanggar normalitas *multivariate* atau adanya kurtosis yang tinggi (kemencengan distribusi) dalam data.

1) Pengujian Normalitas Data

Pengujian normalitas data dilakukan dengan menggunakan kriteria nilai kritis sebesar $\pm 2,58$ pada tingkat signifikan 0,01. Apabila nilai kritis dari hasil penelitian ini lebih besar dari kriteria nilai kritis tersebut, maka dapat diduga bahwa distribusi data adalah tidak normal. Hasil uji normalitas data untuk model penelitian empiris kedua ini, lampiran 7b hasil *Structural Equation Modeling* bagian *assessment of normality*, dapat disajikan kembali pada Tabel 4.14, sebagai berikut:

TABEL 4.14
PENGUJIAN NORMALITAS DATA MODEL PENELITIAN EMPIRIS 2

Variable	Min	Max	Skew	C.R.	Kurtosis	C.R.
SIZE	10,650	16,840	0,045	0,227	0,157	0,399
RISK	-0,230	0,630	0,513	2,597	0,439	1,111
DAR	0,058	0,830	-0,197	-0,997	-0,764	-1,934
ROE	1,210	40,750	0,620	3,139	0,066	0,167
DPR	0,050	0,600	1,159	5,870	2,416	6,121
TBNSQ	-0,080	1,910	0,940	4,762	0,800	2,028
Multivariate					6,009	3,805

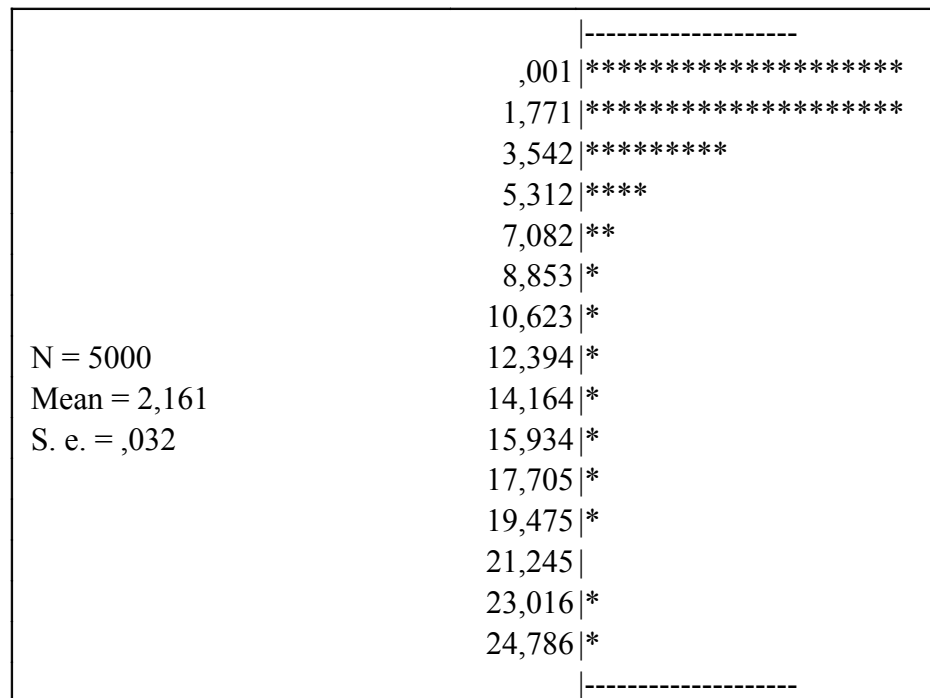
Sumber: Lampiran 7b tentang *assessment of normality*

Tabel 4.14 di atas menunjukkan bahwa nilai pada kolom *critical ratio* (C.R.) untuk variabel *Dividend Payout Ratio* (DPR) adalah sebesar 6,121, berarti lebih besar dari $\pm 2,58$. Oleh karena itu, secara *univariate* data untuk variabel DPR tidak berdistribusi normal. Hasil pengujian normalitas secara *multivariate* pada kolom *critical ratio* (C.R.) menunjukkan nilai sebesar 3,805, sedikit lebih besar dari nilai batas $\pm 2,58$. Dengan demikian, dapat ditarik kesimpulan bahwa hasil pengujian

normalitas untuk data penelitian ini adalah kurang memenuhi syarat untuk dikategorikan sebagai normal secara *multivariate*.

Selanjutnya, dikemukakan bahwa salah satu cara untuk mengatasi adanya penyimpangan terhadap asumsi normalitas data secara *multivariate* adalah dengan cara melakukan prosedur *bootstrapping*. Prosedur ini ditempuh untuk melakukan *resampling*, dimana sampel asli diperlakukan sebagai populasi (Ghozali, 2008). Hasil *bootstrapping* untuk model penelitian empiris kedua ini adalah sebagai berikut:

GAMBAR 4.3
DISTRIBUSI *CHI-SQUARE*
HASIL *BOOTSTRAPPING* MODEL PENELITIAN EMPIRIS 2



Sumber: Hasil analisis Amos 16.0 tentang *Bootstrap Distributions*

Bollen-Stine Bootstrap (Default model)

The model fit better in 4080 bootstrap samples.
It fit about equally well in 0 bootstrap samples.
It fit worse or failed to fit in 920 bootstrap samples.
Testing the null hypothesis that the model is correct, Bollen-Stine
bootstrap $p = 0,184$

Sumber: Hasil analisis Amos 16.0 tentang *bollen-stine bootstrap*

Probabilitas hasil *bootstrapping* untuk model penelitian empiris kedua ini adalah sebesar 0,184, sedangkan nilai probabilitas pada model original tanpa *bootstrap* diperoleh nilai sebesar 0,165. Perbandingan *standard error regression weight* semua hubungan antar variabel original sampel dan *bootstrap* sampel sangat kecil yaitu antara 0,000 sampai dengan 0,003, sehingga apabila dibandingkan antara model orisinal dengan model hasil *bootstrap* adalah masih konsisten. Dengan demikian, tidak normalnya data secara *multivariate* untuk model penelitian empiris kedua ini adalah masih dapat ditoleransi.

2) Univariate dan Multivariate Outliers

Univariate outliers dapat dideteksi dengan menentukan nilai ambang batas yang dikategorikan sebagai *outliers* dengan cara mengkonversi nilai data ke dalam *standard score* atau *z-score* yang mempunyai rata-rata nol dengan standar deviasi sebesar satu. Apabila nilai-nilai itu dinyatakan dalam format standar (*z-score*), maka perbandingan antara besaran nilai dengan mudah dapat dilakukan. Pedoman evaluasi adalah nilai ambang batas dari *z-score* itu berada pada rentang 3 sampai dengan 4 (Hair et.al, 1995). Dengan demikian , nilai observasi yang mempunyai $z\text{-score} \geq 3,0$

dikategorikan sebagai *outliers*. Hasil perhitungan *z-score* untuk model penelitian empiris kedua ini dapat dilihat pada Tabel 4.15 sebagai berikut:

TABEL 4.15
PENGUJIAN *UNIVARIATE* DAN *MULTIVARIATE OUTLIERS*
MODEL PENELITIAN EMPIRIS 2

	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
Zscore(TBNSQ)	154	-1,79447	3,23808	0,0000000	1,00000000
Zscore(ROE)	154	-1,64914	3,05619	0,0000000	1,00000000
Zscore(DPR)	154	-1,82496	4,07256	0,0000000	1,00000000
Zscore(DAR)	154	-2,13609	2,17731	0,0000000	1,00000000
Zscore(SIZE)	154	-2,30753	2,74862	0,0000000	1,00000000
Zscore(RISK)	154	-2,64158	2,73743	0,0000000	1,00000000
Valid N (listwise)	154				

Sumber: lampiran 5b statistik deskriptif data *standardize*

Tabel 4.15 menunjukkan bahwa semua nilai yang telah distandarisir dalam bentuk *z-score* mempunyai rata-rata sama dengan nol (0,000) dengan standar deviasi sebesar 1,000. Namun demikian, dapat diketahui bahwa untuk variabel TBNSQ, ROE, dan DPR masing masing mempunyai nilai *z-score* sebesar 3,23808, 3,05619 dan 4,07256. Kesimpulannya adalah bahwa data observasi yang digunakan dalam model penelitian empiris kedua ini tidak terbebas dari *univariate outliers*, karena ada variabel yang mempunyai nilai *z-score* di atas angka batas yang ditentukan.

Evaluasi *multivariate outliers* perlu dilakukan karena meskipun data yang dianalisis menunjukkan adanya *outliers* pada tingkat *univariate*, tetapi observasi-observasi itu dapat menjadi bukan *outliers* bila sudah dikombinasikan. Evaluasi *multivariate outliers* dilakukan dengan menggunakan perhitungan jarak *mahalanobis* (*the mahalanobis distance*) untuk tiap-tiap variabel. *The mahalanobis distance*

menunjukkan jarak sebuah variabel dari rata-rata semua variabel dalam sebuah ruang multidimensional (Norusis, 1994; Tabacnick dan Fidell, 1996, dalam Ferdinand, 2005). Perhitungan jarak *mahalanobis* didasarkan pada nilai *chi-square* dalam tabel distribusi χ^2 pada derajat bebas sebesar jumlah variabel yang digunakan dalam penelitian. Dalam penelitian ini digunakan 6 variabel pada tingkat $p < 0,001$ yaitu $\chi^2(6; 0,001) = 22,460$. Oleh karena itu, data yang memiliki jarak *mahalanobis* lebih besar dari 22,460 dianggap *multivariate outliers*. Hasil perhitungan jarak *mahalanobis*, lihat lampiran 7b, menunjukkan bahwa data yang paling jauh adalah sebesar 26,236 dan yang paling dekat adalah sebesar 4,106. Kesimpulannya adalah bahwa tidak terdapat jarak mahalanobis yang lebih besar dari 22,460, dengan demikian untuk data penelitian ini tidak terdeteksi adanya *outlier multivariate*.

3) *Multicollinearity dan Singularity*

Untuk melihat apakah terdapat *multicollinearity* atau *singularity* dalam sebuah kombinasi variabel, perlu mengamati determinan matriks kovarians. Determinan matriks kovarians yang benar-benar kecil atau sama dengan 0 mengindikasikan adanya multikolinearitas atau singularitas (Tabachnick dan Fidell, 1988 dalam Gozali 2008). Lampiran 7b hasil perhitungan SEM pada bagian *Sample Covariances Matrix* menunjukkan nilai determinan sebesar 0,000 atau sama dengan nol, mengindikasikan adanya multikolinearitas atau singularitas dalam data observasi. Namun demikian, metode analisis data yang digunakan dalam penelitian ini adalah *path analysis*, yang diharapkan dapat mengakomodir kondisi multikolinearitas tersebut. Selanjutnya,

Program AMOS 16.0 akan secara otomatis memberikan *warning* bila matriks kovariansnya bersifat singular. Karena dalam analisis ini tidak ada *warning* dan hanya diselesaikan dalam 6 iterasi (lampiran 7b hasil perhitungan SEM bagian *minimization history*) untuk menghasilkan konvergensi model, maka matriks kovarians ini adalah non-singular dan karena itu dapat dianalisis.

4.3.2.2 Pengujian Kelayakan Model Penelitian Empiris 2

Goodness-of fit mengukur kesesuaian input observasi atau sesungguhnya (matrik kovarian atau korelasi) dengan prediksi dari model yang diajukan (*proposed model*). Hasil perhitungan evaluasi kriteria *goodness-of-fit* dapat dilihat pada lampiran 7b hasil perhitungan SEM bagian *fit measures*. Selanjutnya, dapat dikemukakan bahwa terdapat tiga jenis ukuran *goodness-of-fit* yaitu:

3) Absolute fit measures

Absolute fit measures mengukur *model fit* secara keseluruhan baik model struktural maupun model pengukuran secara bersama.

Likelihood Ratio Chi-Square Statistic

Ukuran fundamental dari *overall fit* adalah *likelihood ratio chi square statistic* (χ^2). *Chi-square* yang tinggi relatif terhadap *degree of freedom* menunjukkan bahwa matrik kovarian atau korelasi yang diobservasi dengan yang diprediksi bersifat sangat sensitif terhadap besarnya sampel yang digunakan. Model yang akan diuji akan dipandang baik atau memuaskan bila nilai *chi-square*-nya rendah. Semakin kecil χ^2

semakin baik model itu diterima berdasarkan probabilitas dengan *cut off value* sebesar $p > 0,05$ atau $p > 0,10$ (Huland et al., 1996 dalam Ferdinand, 2005; p.85).

Nilai *chi-square* yang diperoleh dari hasil analisis yang dilakukan terhadap model penelitian empiris kedua ini adalah sebesar 3,600. Sedangkan nilai χ^2 tabel dengan $df = 2$ adalah sebesar 5,990. Kesimpulannya adalah bahwa nilai *chi-square* hasil analisis ini lebih kecil dari nilai *chi-square* tabel, yang berarti model yang diusulkan sangat sesuai atau *a very good fit* dengan data observasi.

CMIN/DF

Wheaton et al. (1977, dalam Gozali, 2008) menyatakan bahwa nilai ratio 5 (lima) atau kurang dari lima merupakan ukuran yang *reasonable*. Peneliti lainnya seperti Byrne (1988) mengusulkan nilai χ^2 relatif kurang dari 2,0 atau 3,0 adalah indikasi *acceptable fit* antara model dan data. Nilai CMIN/DF hasil analisis terhadap model penelitian ini adalah sebesar 1,800, yang berarti lebih kecil dari 2, dengan demikian model penelitian empiris kedua ini tergolong *a very good fit*.

GFI (Goodness of Fit Index)

GFI dikembangkan oleh Joreskog dan Sorbom (1984) yaitu ukuran *non statistical* yang mempunyai rentang nilai antara 0 sampai dengan 1. Nilai yang tinggi mendekati 1 dalam indeks ini menunjukkan sebuah *better fit* atau *a very good fit*. Nilai GFI hasil analisis terhadap model penelitian empiris kedua ini adalah sebesar 0,992, hal ini menunjukkan bahwa model tergolong *a very good fit*.

RMSEA (Root Mean Square of Approximation)

RMSEA merupakan ukuran yang mencoba memperbaiki kecenderungan *statistic chi-square* menolak model dengan jumlah sampel yang besar. Nilai RMSEA kurang atau sama dengan 0,08 ($\leq 0,08$) merupakan ukuran yang dapat diterima. Nilai RMSEA hasil analisis terhadap model penelitian ini adalah sebesar 0,072 lebih kecil dari 0,08 sehingga model penelitian empiris kedua ini tergolong *a very good fit*.

4)

Incremental fit measures

Incremental fit measures merupakan ukuran untuk membandingkan *proposed model* dengan model lain yang dispesifikasi. Adapun, hasil hitungan *incremental fit measures* untuk model penelitian empiris kedua ini adalah sebagai berikut:

AGFI (Adjusted Goodness-of-Fit Index)

AGFI merupakan kriteria yang memperhitungkan proporsi tertimbang dari varian dalam sebuah matriks kovarian sampel. Tingkat penerimaan yang direkomendasikan adalah AGFI mempunyai nilai sama dengan atau lebih besar dari 0,90. Nilai AGFI hasil perhitungan untuk model penelitian ini adalah sebesar 0,919, dengan demikian model penelitian empiris kedua ini tergolong *a very good fit*.

TLI (Tucker-Lewis Index)

Besaran indeks ini adalah pada rentang nilai sebesar 0 - 1, dimana semakin mendekati 1, mengindikasikan tingkat *fit* yang paling tinggi atau *a very good fit* (Arbuckle, 1997). Adapun, nilai yang direkomendasikan adalah sebesar $TLI \geq 0,90$, sedangkan nilai TLI dari model penelitian empiris kedua ini adalah sebesar 0,850, yang berarti sedikit lebih kecil dari nilai yang direkomendasikan.

NFI (Normed Fit Index)

NFI merupakan ukuran perbandingan antara *proposed model* dan *null model*. Nilai NFI akan bervariasi dari 0,000 (*no fit at all*) sampai 1,000 (*perfect fit*). Seperti halnya TLI tidak ada nilai absolut yang dapat digunakan sebagai standar, tetapi umumnya nilai yang direkomendasikan adalah ≥ 0.90 . Nilai NFI dari model ini adalah sebesar 0,962 lebih besar dari 0,90, yang berarti tergolong *a very good fit*.

3) Parsimonius Fit Measures

Parsimonius fit measures melakukan *adjustment* terhadap pengukuran *fit* untuk dapat diperbandingkan antara model dengan jumlah koefisien yang berbeda.

PNFI (*Parsimonious Normal Fit Index*)

Merupakan modifikasi dari NFI. PNFI memasukkan jumlah *degree of freedom* yang digunakan untuk mencapai *level fit*. Semakin tinggi nilai PNFI semakin baik. Digunakan untuk membandingkan model alternatif sehingga tidak ada nilai yang direkomendasikan sebagai nilai *fit* yang diterima. Nilai PNFI hasil perhitungan dari model ini adalah sebesar 0,128.

PGFI (*Parsimonious Goodness-of-Fit Index*)

Parsimonious goodness-of-fit index memodifikasi GFI atas dasar *parsimony estimated model*. Nilai PGFI berkisar antara 0 sampai 1 dengan nilai semakin tinggi menunjukkan model lebih *parsimony*. Nilai PGFI hasil perhitungan dari model penelitian empiris kedua ini adalah sebesar 0,095, yang berarti lebih mendekati 0,000. Selanjutnya, berdasarkan hasil pengujian terhadap kelayakan model dari model

penelitian empiris kedua, maka dapat disajikan Tabel 4.16 yang merupakan ringkasan hasil evaluasi kriteria *goodness of fit* tersebut.

TABEL 4.16
RINGKASAN HASIL EVALUASI
GOODNESS OF FIT MODEL PENELITIAN EMPIRIS 2

<i>Goodness of fit Index</i>	<i>Cut-off Value</i>	Hasil Model	Keterangan
<i>Absolute Measures</i>			
χ^2 - Chi-Square	Diharapkan lebih kecil	3,600	Nilai χ^2 tabel dengan df 2 adalah 5,9915. Nilai <i>chi-square</i> hitung sebesar 3,600 adalah lebih kecil.
Probability	$\geq 0,05$	0,165	Baik sekali
CMIN/DF	$\leq 2,00$	1,800	Baik sekali
RMSEA	$\leq 0,08$	0,072	Baik sekali
GFI	$\geq 0,90$	0,992	Baik sekali
<i>Incremental Fit Measures</i>			
AGFI	$\geq 0,90$	0,919	Baik sekali
TLI	$\geq 0,95$	0,850	Marginal
CFI	$\geq 0,95$	0,980	Baik sekali
NFI	$\geq 0,90$	0,962	Baik sekali

Sumber: Lampiran 7b hasil perhitungan SEM atas variabel penelitian

Berdasarkan Tabel 4.16 di atas tentang ringkasan hasil evaluasi kriteria *goodness of fit*, maka model penelitian empiris kedua ini dapat dikatakan layak untuk menguji hipotesis-hipotesis yang mengikutinya.

4.3.2.3 Pengujian Hipotesis Model Penelitian Empiris 2

Sebagai upaya untuk lebih memudahkan dalam pemaparan terhadap hasil pengujian, maka model penelitian empiris kedua ini dibagi menjadi dua sub model penelitian empiris. **Pertama**, sub model tentang pengaruh perilaku oportunistik manajerial terhadap kebijakan dividen dan mediasi profitabilitas. **Kedua**, sub model

tentang pengaruh perilaku oportunistik manajerial terhadap nilai perusahaan dan mediasi profitabilitas.

1) Pengujian Pengaruh Perilaku Oportunistik Manajerial terhadap Kebijakan Dividen dan Mediasi Profitabilitas

Sub model penelitian empiris ini dibangun dengan tiga tujuan, yaitu sebagai berikut: 1) menguji pengaruh perilaku oportunistik manajerial terhadap profitabilitas; 2) menguji pengaruh perilaku oportunistik manajerial dan profitabilitas terhadap kebijakan dividen; 3) menguji pengaruh mediasi profitabilitas dalam hubungan kausalitas antara perilaku oportunistik manajerial dengan kebijakan dividen.

Perilaku oportunistik manajerial dalam model penelitian empiris kedua ini diproksi dengan *Debt To Assets Ratio* (DAR), *Firm Size* (SIZE) dan *Systematic Risk* (RISK), kebijakan dividen diproksi dengan *Dividend Payout Ratio* (DPR), dan profitabilitas diproksi dengan *Return on Equity* (ROE). Pengujian terhadap sub model penelitian empiris ini merupakan pengujian secara empiris untuk tiga hipotesis yang ada dalam penelitian ini, yaitu hipotesis 3 sampai dengan hipotesis 5. Berikut adalah pemaparan untuk hasil pengujian dari ketiga hipotesis tersebut.

a) Pengujian Pengaruh *Debt to Asset Ratio*, *Firm Size* dan *Systematic Risk* terhadap *Return on Equity*

Hipotesis 3 merupakan hubungan kausalitas antara variabel-variabel yang menjadi proksi dari perilaku oportunistik manajerial dengan variabel profitabilitas. Tepatnya, hipotesis 3 ini adalah menyangkut tentang perilaku oportunistik manajerial, yang diproksi dengan *Debt to Asset Ratio* (DAR); *Firm Size* (SIZE); dan *Systematic*

Risk (RISK) pengaruhnya terhadap tingkat profitabilitas yang diproksi dengan *Return on Equity* (ROE). Selanjutnya, untuk hipotesis 3 ini akan diuraikan menjadi tiga sub hipotesis yang mengikutinya dan yang akan diuji secara empiris. Adapun, ketiga sub hipotesis tersebut adalah sebagai berikut:

Hipotesis 3a:

Debt to assets ratio berpengaruh positif terhadap *return on equity* yang dicapai perusahaan.

Hipotesis 3b:

Ukuran perusahaan (*firm size*) berpengaruh positif terhadap *return on equity* yang dicapai perusahaan.

Hipotesis 3c:

Systematic risk berpengaruh positif terhadap *return on equity* yang dicapai perusahaan.

Hasil pengujian secara empiris untuk ketiga hipotesis di atas, yaitu hipotesis 3a, 3b, dan 3c dapat diketahui melalui persamaan struktural 4.3 yang merupakan hasil analisis data melalui paket program Amos 16.0, dan dapat dikemukakan kembali sebagai berikut:

$$\begin{array}{lcl} \text{ROE} & = & 3,024 \text{ DAR} + 0,055 \text{ SIZE} + 11,770 \text{ RISK} \dots\dots\dots (4.3) \\ \text{P} & & (0,445) \quad (0,925) \quad (0,006) \\ \text{Cr} & & (0,764) \quad (0,094) \quad (2,753) \end{array}$$

Berdasarkan pada persamaan struktural 4.3 di atas, dapat diketahui bahwa pengaruh *Debt to Assets Ratio* (DAR) terhadap *Return on Equity* (ROE) adalah ditunjukkan dengan nilai koefisien sebesar 3,024, suatu arah koefisien yang sesuai dengan pernyataan hipotesis 3a. Hasil pengujian terhadap hubungan kausalitas ini

menunjukkan nilai *critical ratio* (c.r.) sebesar 0,764 dengan nilai *sig-t* sebesar 0,445, yang berarti suatu pengaruh yang tidak signifikan. Dengan demikian hipotesis 3a, yang menyatakan bahwa *debt to asset ratio* berpengaruh positif terhadap *return on equity* yang dicapai perusahaan, **tidak dapat diterima**.

Persamaan struktural 4.3 di atas juga memperlihatkan bahwa pengaruh *Firm Size* (SIZE) terhadap *Return on Equity* (ROE) ditunjukkan dengan nilai koefisien regresi sebesar 0,055, suatu arah koefisien yang sesuai dengan pernyataan hipotesis 3b. Tetapi, hasil pengujian terhadap model ini tidak menemukan cukup bukti untuk menerima hipotesis ini, karena hanya menghasilkan nilai *critical ratio* (c.r.) sebesar 0,094 dengan nilai *sig-t* sebesar 0,925, yang berarti bahwa suatu pengaruh yang tidak signifikan. Dengan demikian **hipotesis 3b**, yang menyatakan bahwa ukuran perusahaan (*firm size*) berpengaruh positif terhadap *return on equity* yang dicapai perusahaan, **tidak dapat diterima**.

Berdasarkan persamaan struktural 4.3 di atas juga dapat diketahui bahwa pengaruh *Systematic Risk* (RISK) terhadap *Return on Equity* (ROE) ditunjukkan dengan nilai koefisien regresi sebesar 11,770, suatu arah koefisien yang sesuai dengan pernyataan hipotesis. Hasil pengujian terhadap hubungan ini menunjukkan nilai *critical ratio* (c.r.) sebesar 2,753 dengan nilai *sig-t* sebesar 0,006, yang berarti suatu pengaruh yang positif dan signifikan pada tingkat $\alpha = 1,00\%$. Dengan demikian hipotesis 3c, yang menyatakan bahwa *systematic risk* berpengaruh positif terhadap *return on equity* yang dicapai perusahaan, **dapat diterima**.

b) Pengujian Pengaruh *Debt to Asset Ratio*, *Firm Size* dan *Return on Equity* terhadap *Dividend Payout Ratio*

Hipotesis 4 merupakan pernyataan tentang hubungan kausalitas antara variabel yang menjadi proksi dari perilaku oportunistik manajerial dan profitabilitas dengan variabel yang menjadi proksi dari kebijakan dividen. Tepatnya hipotesis 4 ini menyangkut tentang pengaruh *Debt to Asset Ratio* (DAR), *Firm Size* (SIZE) dan *Return on Equity* (ROE) terhadap *Dividend Payout Ratio* (DPR). Selanjutnya, untuk hipotesis 4 ini diuraikan menjadi tiga sub hipotesis yang mengikutinya dan yang akan diuji secara empiris. Adapun, ketiga sub hipotesis tersebut adalah sebagai berikut:

Hipotesis 4a:

Debt to assets ratio berpengaruh positif terhadap *dividend payout ratio*.

Hipotesis 4b:

Ukuran perusahaan (*firm size*) berpengaruh positif terhadap *dividend payout ratio*.

Hipotesis 4c:

Return on equity berpengaruh positif terhadap *dividend payout ratio*

Sejalan dengan pernyataan umum dari hipotesis 4 di atas, Gambar 4.2 juga menunjukkan bahwa *Dividend Payout Ratio* (DPR) selain dipengaruhi oleh variabel-variabel yang menjadi proksi dari perilaku oportunistik manajerial, yaitu *Debt to Assets Ratio* (DAR) dan *Firm Size* (SIZE) juga dipengaruhi oleh profitabilitas, yaitu *Return on Equity* (ROE). Dengan demikian, hasil pengujian secara empiris untuk hipotesis 4a, 4b, dan 4c dapat diketahui melalui persamaan 4.4, yang dapat dikemukakan kembali sebagai berikut:

$$\begin{array}{lcl}
 \text{DPR} & = & 0,074 \text{ DAR} - 0,005 \text{ SIZE} + 0,002 \text{ ROE} \dots\dots\dots (4.4) \\
 \text{P} & & (0,086) \quad (0,455) \quad (0,007) \\
 \text{Cr} & & (1,718) \quad (-0,747) \quad (2,709)
 \end{array}$$

Berdasarkan pada persamaan struktural 4.4 ini, dapat diketahui bahwa pengaruh *Debt to Assets Ratio* (DAR) terhadap *Dividend Payout Ratio* (DPR) ditunjukkan dengan nilai koefisien sebesar 0,074, suatu arah koefisien yang relevan atau sesuai dengan pernyataan hipotesis 4a. Selanjutnya, hasil pengujian terhadap hubungan kausalitas ini menunjukkan nilai *critical ratio* (c.r.) sebesar 1,718 dengan nilai *sig-t* sebesar 0,086, yang berarti suatu pengaruh yang positif dan signifikan pada tingkat $\alpha = 10\%$. Dengan demikian **hipotesis 4a**, yang menyatakan bahwa *debt to assets ratio* berpengaruh positif terhadap *dividend payout ratio*, **dapat diterima**.

Persamaan struktural 4.4 di atas juga memperlihatkan bahwa pengaruh *Firm Size* (SIZE) terhadap *Dividend Payout Ratio* (DPR) ditunjukkan dengan nilai koefisien regresi sebesar -0,005, suatu arah koefisien yang tidak relevan dengan pernyataan hipotesis 4b. Hasil pengujian terhadap model ini menghasilkan nilai *critical ratio* (c.r.) sebesar -0,747 dengan nilai *sig-t* sebesar 0,455, yang berarti bahwa suatu pengaruh negatif yang tidak signifikan. Dengan demikian **hipotesis 4b**, yang menyatakan bahwa ukuran perusahaan (*firm size*) berpengaruh positif terhadap *dividend payout ratio*, **tidak dapat diterima**.

Berdasarkan persamaan struktural 4.2 di atas juga dapat diketahui bahwa pengaruh *Return on Equity* (ROE) terhadap *Dividend Payout Ratio* (DPR) ditunjukkan dengan nilai koefisien regresi 0,002, suatu arah koefisien yang sesuai

dengan pernyataan hipotesis 4c. Selanjutnya, hasil pengujian terhadap hubungan ini menunjukkan nilai *critical ratio* (c.r.) sebesar 2,709 dengan nilai *sig-t* sebesar 0,007, yang berarti suatu pengaruh yang positif dan signifikan pada tingkat $\alpha = 1,00\%$. Dengan demikian **hipotesis 4c**, yang menyatakan bahwa tingkat *return on equity* berpengaruh positif terhadap *dividend payout ratio*, **dapat diterima**.

c) Pengujian Pengaruh Mediasi *Return on Equity* terhadap Hubungan *Debt to Asset Ratio* dan *Firm Size* dengan *Dividend Payout Ratio*

Hipotesis 5 adalah tentang pengaruh perilaku oportunistik manajerial, yang diproksi dengan *Debt to Asset Ratio* (DAR) dan *Firm Size* (SIZE) terhadap kebijakan dividen yang diproksi dengan *Dividend Payout Ratio* (DPR) yang dimediasi oleh profitabilitas diproksi *Return on Equity* (ROE). Pengujian hipotesis 5 ini adalah untuk mengetahui apakah variabel-variabel yang menjadi proksi dari perilaku oportunistik manajerial itu berpengaruh secara langsung terhadap *dividend payout ratio*, ataukah melalui variabel *return on equity* sebagai variabel intervening. Selanjutnya, hipotesis 5 ini diuraikan menjadi dua sub hipotesis yang mengikutinya dan yang akan diuji secara empiris, kedua sub hipotesis tersebut adalah sebagai berikut:

Hipotesis 5a:

Pengaruh *debt to assets ratio* terhadap *dividend payout ratio* dimediasi oleh *return on equity*.

Hipotesis 5b:

Pengaruh *firm size* terhadap *dividend payout ratio* dimediasi oleh *return on equity*.

Sebagaimana telah dikemukakan pada bab sebelumnya, bahwa untuk lebih memudahkan dalam pemaparan hasil pengujian terhadap hipotesis mediasi ini, dan berdasarkan pula pada Gambar 4.2 tentang diagram hasil analisis jalur model penelitian empiris 2, maka disusun Tabel 4.17. Tabel ini menyajikan besar dan arah koefisien, baik pengaruh langsung maupun pengaruh tidak langsung dari variabel *Debt to Assets Ratio* (DAR) dan *Firm Size* (SIZE) terhadap variabel *Dividend Payout Ratio* (DPR) yang dimediasi oleh variabel *Return on Equity* (ROE), sebagai berikut:

TABEL 4.17
PENGARUH LANGSUNG DAN TIDAK LANGSUNG DAR DAN
SIZE TERHADAP DPR YANG DIMEDIASI ROE

KETERANGAN	Variabel Independen	
	DAR	SIZE
• Pengaruh langsung variabel independen terhadap <i>Dividend Payout Ratio</i> (DPR)	0,074	-0,005
• Pengaruh langsung variabel independen terhadap <i>Return on Equity</i> (ROE)	3,024	0,055
• Pengaruh ROE terhadap DPR adalah sebesar 0,002	-	-
• Pengaruh tidak langsung (melalui ROE) variabel independen terhadap variabel dependen (DPR)	0,006	0,0001

Sumber: Data sekunder yang diolah

Berdasarkan Tabel 4.17 dapat diketahui bahwa: 1) Koefisien pengaruh langsung *Debt to Assets Ratio* (DAR) terhadap *Dividend Payout Ratio* (DPR) adalah sebesar 0,074. Sedangkan, koefisien pengaruh *Debt to Assets Ratio* (DAR) secara tidak langsung (melalui ROE) terhadap *Dividend Payout Ratio* (DPR) adalah sebesar 0,006. Dengan demikian hipotesis 6a yang menyatakan bahwa pengaruh *debt to assets ratio* terhadap *dividend payout ratio* dimediasi oleh *return on equity*, **tidak**

dapat diterima; Selanjutnya 2) Koefisien pengaruh langsung *Firm Size* (SIZE) terhadap *Dividend Payout Ratio* (DPR) adalah sebesar -0,005. Sedangkan, koefisien pengaruh *Firm Size* (SIZE) secara tidak langsung (melalui ROE) terhadap *Dividend Payout Ratio* (DPR) adalah sebesar 0,0001. Dengan demikian hipotesis 6b yang menyatakan bahwa pengaruh *firm size* terhadap *dividend payout ratio* dimediasi oleh *return on equity*, **tidak dapat diterima**.

2) Pengujian Pengaruh Perilaku Oportunistik Manajerial terhadap Nilai Perusahaan dan Mediasi Profitabilitas

Sub model penelitian empiris ini dibangun dengan dua tujuan, yaitu sebagai berikut: 1) menguji pengaruh perilaku oportunistik manajerial dan profitabilitas terhadap nilai perusahaan; 2) menguji pengaruh mediasi profitabilitas dalam hubungan antara perilaku oportunistik manajerial dengan nilai perusahaan. Perilaku oportunistik manajerial dalam sub model penelitian empiris ini diproksi dengan *Debt to Assets Ratio* (DAR), *Firm Size* (SIZE) dan *Systematic Risk* (RISK), nilai perusahaan diproksi dengan *Tobin's q* (TBNSQ), dan profitabilitas diproksi dengan *Return on Equity* (ROE). Pengujian terhadap sub model penelitian empiris ini merupakan pengujian secara empiris untuk hipotesis 6 dan hipotesis 7, dan berikut adalah pemaparan untuk hasil pengujian dari kedua hipotesis tersebut.

a) Pengujian Pengaruh *Debt to Asset Ratio*, *Firm Size* dan *Systematic Risk* terhadap *Tobin's q*

Hipotesis 6 merupakan pengaruh dari variabel-variabel yang menjadi proksi dari perilaku oportunistik manajerial dan profitabilitas terhadap variabel yang menjadi proksi dari nilai perusahaan. Tepatnya, hipotesis 6 ini adalah menyangkut tentang perilaku oportunistik manajerial (diproksi dengan *firm size* dan *systematic risk*) dan profitabilitas (diproksi dengan *return on equity*) pengaruhnya terhadap nilai perusahaan yang diproksi dengan *Tobin's q*. Selanjutnya, hipotesis 6 ini diuraikan menjadi tiga sub hipotesis yang mengikutinya dan yang akan diuji secara empiris, adapun ketiga sub hipotesis yang dimaksud adalah sebagai berikut:

Hipotesis 6a:

Ukuran perusahaan (*firm size*) berpengaruh positif terhadap nilai *Tonbin's q* yang dicapai perusahaan.

Hipotesis 6b:

Tingkat *systematic risk* berpengaruh positif terhadap nilai *Tobin's q* yang dicapai perusahaan.

Hipotesis 6c:

Return on equity berpengaruh positif terhadap nilai *Tobin's q* yang dicapai perusahaan.

Berdasarkan Gambar 4.2 tentang Diagram Hasil Analisis Jalur Model Penelitian Empiris 2, diketahui bahwa variabel *Tobin's q* adalah dipengaruhi oleh variabel *firm size*, *systematic risk*, *return on equity* dan *dividend payout ratio*. Dihubungkannya variabel *Dividend Payout Ratio* (DPR) dengan *Tobin's q* (TBNSQ) pada Gambar 4.2 di atas adalah untuk mendapatkan kriteria *goodness of fit* yang lebih baik. Namun demikian, hubungan kausalitas kedua variabel ini, *Dividend Payout Ratio* (DPR) dan *Tobin's q* (TBNSQ), tidak dihipotesiskan pada model penelitian

empiris 2 ini, tetapi akan dihipotesiskan pada model penelitian empiris berikutnya. Dengan demikian, hasil pengujian untuk hipotesis 6a, 6b, dan 6c dapat diketahui melalui persamaan struktural 4.5, yang dikemukakan kembali sebagai berikut:

$$\text{TBNSQ} = 0,042 \text{ SIZE} - 0,077 \text{ RISK} + 0,021 \text{ ROE} + 0,522 \text{ DPR} \dots\dots (4.5)$$

P	(0,067)	(0,669)	(0,000)	(0,086)
Cr	(1,834)	(-0,427)	(6,209)	(1,720)

Berdasarkan pada persamaan struktural 4.5 dapat diketahui bahwa pengaruh *Firm Size* (SIZE) terhadap *Tobin's q* (TBNSQ) ditunjukkan dengan nilai koefisien regresi sebesar 0,042, suatu arah koefisien yang sesuai dengan pernyataan hipotesis 6a. Selanjutnya, hasil pengujian terhadap hubungan kausalitas ini menghasilkan nilai *critical ratio* (c.r.) sebesar 1,834 dengan nilai *sig-t* sebesar 0,067, berarti bahwa suatu pengaruh yang positif dan signifikan pada *level* $\alpha = 10\%$. Dengan demikian **hipotesis 6a**, yang menyatakan bahwa ukuran perusahaan (*firm size*) berpengaruh positif terhadap nilai *Tobin's q* yang dicapai perusahaan, **dapat diterima**.

Berdasarkan persamaan struktural 4.5 di atas juga dapat diketahui bahwa pengaruh *Systematic Risk* (RISK) terhadap *Tobin's q* (TBNSQ) ditunjukkan dengan nilai koefisien regresi sebesar -0,077, suatu arah koefisien yang tidak relevan dengan pernyataan hipotesis 6b. Selanjutnya, hasil pengujian terhadap hubungan kausalitas ini menunjukkan nilai *critical ratio* (c.r.) sebesar -0,427 dengan nilai *sig-t* sebesar 0,669, yang berarti suatu pengaruh yang tidak signifikan. Dengan demikian **hipotesis 6b**, yang menyatakan bahwa tingkat *systematic risk* berpengaruh positif terhadap nilai *Tobin's q* yang dicapai perusahaan, **tidak dapat diterima**.

Berdasarkan pada persamaan struktural 4.5 di atas juga dapat diketahui bahwa pengaruh *return on equity* (ROE) terhadap *Tobin's q* (TBNSQ) ditunjukkan dengan nilai koefisien 0,021, suatu arah koefisien yang relevan dengan pernyataan hipotesis 6c. Hasil pengujian terhadap hubungan kausalitas ini menunjukkan nilai *critical ratio* (c.r.) sebesar 6,209 dengan nilai *sig-t* sebesar 0,000, yang berarti suatu pengaruh yang positif dan signifikan pada tingkat $\alpha = 1\%$. Dengan demikian **hipotesis 6c**, yang menyatakan bahwa *return on equity* berpengaruh positif terhadap nilai *Tobin's q* yang dicapai perusahaan, **dapat diterima**.

Hubungan kausalitas antara *Dividend Payout Ratio* dengan *Tobin's q* pada model penelitian empiris 2 tidak dihipotesiskan. Namun, persamaan struktural 4.5 memperlihatkan bahwa pengaruh *Dividend Payout Ratio* terhadap *Tobin's q* ditunjukkan dengan koefisien regresi 0,522. Hubungan kausalitas kedua variabel ini menunjukkan nilai *critical ratio* (c.r.) sebesar 1,720 dengan nilai *sig-t* sebesar 0,086. Dengan demikian, pada model penelitian empiris 2 ini *Dividend Payout Ratio* berpengaruh positif dan signifikan (pada level $\alpha = 10\%$) terhadap *Tobin's q*.

b) Pengujian Pengaruh Mediasi *Return on Equity* terhadap Hubungan *Debt to*

Asset Ratio, Firm Size, dan Systematic Risk dengan Tobin's q

Hipotesis 7 adalah tentang pengaruh perilaku oportunistik manajerial, yang diproksi *Firm Size* (SIZE) dan *Systematic Risk* (RISK) terhadap nilai perusahaan yang diproksi *Tobin's q* (TBNSQ) dan dimediasi oleh profitabilitas yang diproksi *Return on Equity* (ROE). Pengujian hipotesis 7 ini adalah untuk mengetahui apakah

variabel *Firm Size* (SIZE) dan *Systematic Risk* (RISK) berpengaruh secara langsung terhadap *Tobin's q* (TBNSQ), ataukah melalui *Return on Equity* (ROE) sebagai variabel intervening. Selanjutnya, hipotesis 7 ini diuraikan menjadi dua sub hipotesis yang mengikutinya dan yang akan diuji secara empiris, yaitu sebagai berikut:

Hipotesis 7a:

Pengaruh *firm size* terhadap *Tobin's q* dimediasi oleh *return on equity*.

Hipotesis 7b:

Pengaruh *systematic risk* terhadap *Tobin's q* dimediasi oleh *return on equity*.

Selanjutnya disusun Tabel 4.18 untuk menyajikan besar dan arah koefisien regresi, baik untuk pengaruh langsung maupun tidak langsung dari variabel *Firm Size* (SIZE) dan *Systematic Risk* (RISK) terhadap variabel *Tobin's q* (TBNSQ) yang dimediasi oleh *Return on Equity* (ROE), sebagai berikut:

TABEL 4.18
PENGARUH LANGSUNG DAN TIDAK LANGSUNG SIZE DAN RISK
TERHADAP TBNSQ YANG DIMEDIASI ROE

KETERANGAN	Variabel Independen	
	SIZE	RISK
• Pengaruh langsung variabel independen terhadap <i>Tobin's q</i> (TBNSQ)	0,042	-0,077
• Pengaruh langsung variabel independen terhadap <i>Return on Equity</i> (ROE)	0,055	11,770
• Pengaruh ROE terhadap TBNSQ adalah 0,021	-	-
• Pengaruh tidak langsung (melalui ROE) variabel independen terhadap variabel dependen (TBNSQ)	0,001	0,247

Sumber: Data sekunder yang diolah

Berdasarkan Tabel 4.18 di atas, dapat diketahui bahwa: 1) Nilai koefisien pengaruh langsung variabel *Firm Size* (SIZE) terhadap variabel *Tobin's q* (TBNSQ) adalah sebesar 0,042. Sedangkan, pengaruh variabel *Firm Size* (SIZE) secara tidak langsung, melalui mediasi variabel ROE, terhadap variabel *Tobin's q* (TBNSQ) adalah sebesar 0,001. Dengan demikian hipotesis 7a yang menyatakan bahwa pengaruh *firm size* terhadap *Tobin's q* dimediasi oleh *return on equity*, **tidak dapat diterima**. 2) Nilai koefisien pengaruh langsung variabel *Systematic Risk* (RISK) terhadap variabel *Tobin's q* (TBNSQ) adalah sebesar -0,077. Sedangkan, pengaruh variabel *Systematic Risk* (RISK) secara tidak langsung, melalui mediasi variabel ROE, terhadap variabel *Tobin's q* (TBNSQ) adalah sebesar 0,247. Dengan demikian hipotesis 7b yang menyatakan bahwa pengaruh *systematic risk* terhadap *Tobin's q* dimediasi oleh *return on equity*, **dapat diterima**.

Selanjutnya, terhadap pengaruh mediasi yang mempunyai nilai koefisien yang lebih besar dibandingkan dengan nilai koefisien pengaruh langsungnya, seperti pada hipotesis mediasi 7b ini, maka akan dilakukan pengujian signifikansi. Pengujian signifikansi yang dimaksud adalah menggunakan *Sobel test* (Ghozali, 2009), dengan langkah-langkah sebagai berikut:

- 1) Hitung *standard error* dari koefisien *indirect effect* ($S_{p_2p_3}$) dengan menggunakan rumus, sebagai berikut:

$$S_{p_2p_3} = \sqrt{p_3^2 Sp_2^2 + p_2^2 Sp_3^2 + Sp_2^2 Sp_3^2}$$

di mana:

$S_{p_2p_3}$ = *Standard error koefisien indirect effect*

p_2 = Koefisien regresi hasil analisis SPSS pada kolom *unstandardized coefficients* untuk pengaruh *systematic risk* terhadap *return on equity*

p_3 = Koefisien regresi hasil analisis SPSS pada kolom *unstandardized coefficients* untuk pengaruh *return on equity* terhadap *Tobin's q*

Sp_2 = *Standard error* hasil analisis SPSS pada kolom *unstandardized* untuk pengaruh *systematic risk* terhadap *return on equity*

Sp_3 = *Standard error* hasil analisis SPSS pada kolom *unstandardized* untuk pengaruh *return on equity* terhadap *Tobin's q*

Berdasarkan hasil analisis SPSS untuk persamaan struktural 4.3 dan 4.5 (lihat lampiran 8a dan 8b, halaman 536 dan 537), maka dapat diperoleh nilai-nilai koefisien regresi dan *standard error* untuk masing-masing hubungan kausalitas tersebut, yang dapat dikemukakan lagi sebagai berikut:

$$p_2 = 11,770; \quad p_3 = 0,021$$

$$Sp_2 = 4,317; \quad Sp_3 = 0,003$$

$$S_{p_2p_3} = \sqrt{(0,021)^2(4,317)^2 + (11,770)^2(0,003)^2 + (4,317)^2(0,003)^2}$$

$$S_{p_2p_3} = \sqrt{(0,000441)(17,115) + (138,5329)(0,000009) + (18,636)(0,000009)}$$

$$S_{p_2p_3} = \sqrt{(0,00755) + (0,00125) + (0,000168)}$$

$$S_{p_2p_3} = \sqrt{0,008968}$$

$$S_{p_2p_3} = 0,0947$$

- 2) Setelah melakukan perhitungan (S_{p2p3}), selanjutnya dapat dihitung nilai t statistik dari koefisien pengaruh mediasi tersebut dengan rumus sebagai berikut:

$$t = \frac{p2 \ p3}{Sp2p3} = \frac{(11,770)(0,021)}{0,0947} = \frac{0,2472}{0,0947} = 2,61035$$

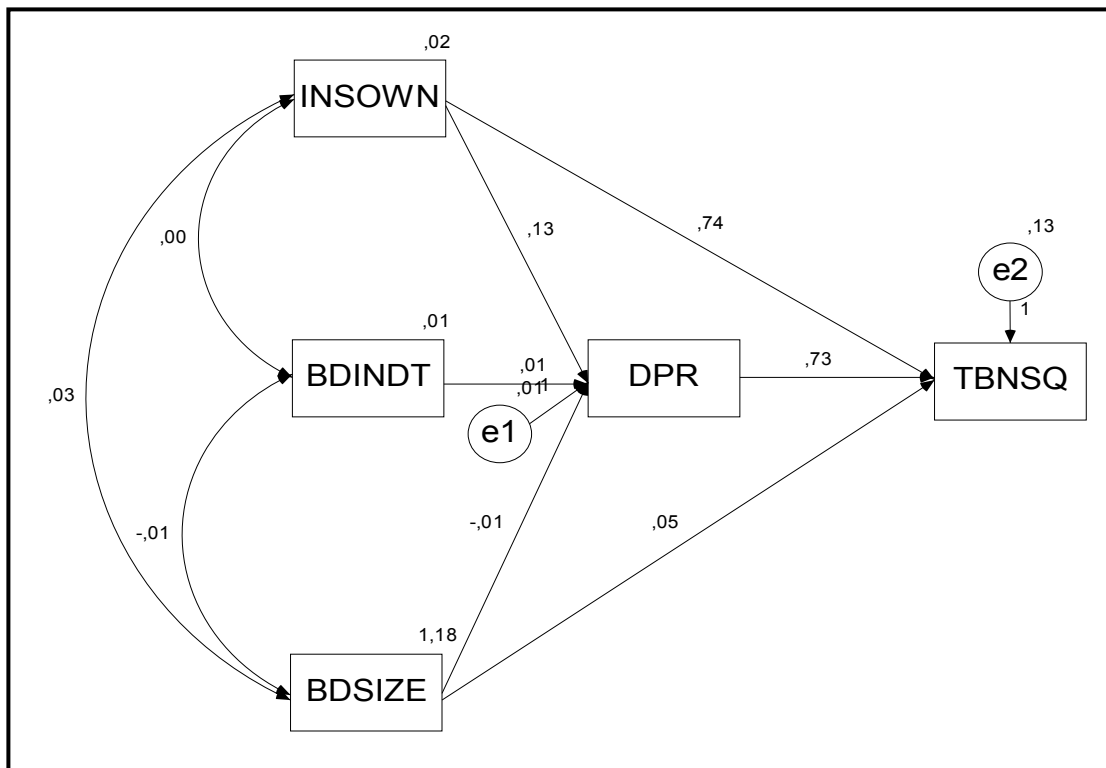
- 3) Langkah terakhir dalam pengujian signifikansi koefisien mediasi ini adalah membandingkan nilai t hitung (t statistik) dengan nilai t tabel. Oleh karena nilai t hitung = 2,61035 lebih besar dari t tabel dengan tingkat signifikansi 0,05 yaitu sebesar 1,96, maka dapat disimpulkan bahwa koefisien mediasi 0,2472 adalah signifikan, dengan demikian ada pengaruh mediasi.

4.3.3 Pengujian Model Penelitian Empiris 3

Model penelitian empiris ketiga ini dibangun untuk menguji pengaruh dari struktur *corporate governance* terhadap nilai perusahaan dengan kebijakan dividen sebagai variabel intervening. Struktur *corporate governance* diproksi dengan *Institutional Ownership* (INSOWN), *Boards Independent* (BDINDT) dan *Boards Size* (BDSIZE). Nilai perusahaan diproksi dengan *Tobin's q* (TBNSQ), sedangkan Kebijakan dividen diproksi dengan *Dividend Payout Ratio* (DPR). Berikut adalah diagram hasil analisis jalur (*path analysis*) untuk model penelitian empiris yang ketiga. Diagram jalur ini merupakan hasil analisis data menggunakan paket program Amos 16.0, lampiran 9a halaman 538, yang memuat koefisien-koefisien regresi dan korelasi dari variabel-variabel yang digunakan dalam model penelitian empiris ketiga ini, dan disajikan pada Gambar 4.4 berikut:

GAMBAR 4.4

DIAGRAM HASIL ANALISIS JALUR MODEL PENELITIAN EMPIRIS 3
STRUKTUR *CORPORATE GOVERNANCE*, NILAI PERUSAHAAN, DAN
MEDIASI KEBIJAKAN DIVIDEN



Sumber: Hasil pengembangan disertasi

Selanjutnya, berdasarkan model penelitian empiris ketiga dapat dirumuskan dua persamaan struktural yang dibakukan (*standardized*). Dengan demikian, berdasarkan pada Gambar 4.4 di atas dan *regression weights* pada *output* 4 tentang *estimates* di lampiran 9b halaman 539, maka disusun persamaan struktural hasil analisis data yang menggunakan paket program Amos 16.0, sebagai berikut:

$$\begin{array}{lcl} \text{DPR} & = & 0,128 \text{ INSOWN} + 0,007 \text{ BDINDT} - 0,009 \text{ BDSIZE} \dots\dots\dots (4.6) \\ \text{P} & & (0,018) \quad (0,947) \quad (0,224) \\ \text{Cr} & & (2,357) \quad (0,066) \quad (-1,217) \end{array}$$

$$\text{TBNSQ} = 0,741 \text{ INSOWN} + 0,046 \text{ BDSIZE} + 0,728 \text{ DPR} \dots\dots\dots (4.7)$$

P	(0,000)	(0,098)	(0,024)
Cr	(3,576)	(1,652)	(2,258)

Seperti halnya dengan model penelitian empiris pertama dan kedua, maka untuk hasil analisis model penelitian empiris ketiga ini juga akan dilakukan serangkaian penilaian, sebelum hasil analisis ini digunakan untuk menguji hipotesis-hipotesis yang mengikutinya. Adapun penilaian yang dilakukan adalah terdiri dari penilaian terhadap asumsi-asumsi model dan penilaian terhadap kelayakan model.

4.3.3.1 Pengujian Asumsi Model Penelitian Empiris 3

Analisis SEM menggunakan estimasi maksimum *likelihood*, menurut Ghazali (2004) estimasi maksimum *likelihood* menghendaki terpenuhinya asumsi: (1) distribusi dari *variabel observed normal* secara *multivariate*, (2) model yang dihipotesiskan *valid* dan (3) skala variabel *observed* kontinu. *Structural Equation Modeling* sangat sensitif terhadap karakteristik distribusi data khususnya distribusi yang melanggar normalitas *multivariate* atau adanya kurtosis yang tinggi (kemencengan distribusi) dalam data.

1) Pengujian Normalitas Data

Pengujian normalitas data dilakukan dengan menggunakan kriteria nilai kritis sebesar $\pm 2,58$ pada tingkat signifikan 0,01. Apabila nilai kritis dari hasil penelitian ini lebih besar dari kriteria nilai kritis tersebut, maka dapat diduga bahwa distribusi data adalah tidak normal. Hasil uji normalitas data untuk model penelitian empiris 3

ini, lampiran 9b halaman 541 tentang hasil *structural equation modeling* bagian *assessment of normality*, disajikan kembali pada Tabel 4.19, sebagai berikut:

TABEL 4.19
PENGUJIAN NORMALITAS DATA MODEL PENELITIAN EMPIRIS 3

Variable	Min	Max	Skew	C.R.	Kurtosis	C.R.
BDINDT	,200	,670	,857	4,342	2,281	5,778
BDSIZE	2,000	6,000	,561	2,842	-,909	-2,303
INSOWN	,330	,940	,261	1,320	-,934	-2,365
DPR	,050	,600	1,159	5,870	2,416	6,121
TBNSQ	-,080	1,910	,940	4,762	,800	2,028
Multivariate					4,711	3,494

Sumber: Lampiran 9b tentang *assessment of normality*

Tabel 4.19 di atas menunjukkan bahwa nilai untuk variabel BDINDT dan DPR pada kolom *critical ratio* (C.R.) adalah sebesar 5,778 dan 6,121, lebih besar dari $\pm 2,58$. Oleh karena itu, secara *univariate* data untuk variabel BDINDT dan DPR adalah tidak berdistribusi normal. Hasil pengujian normalitas secara *multivariate* pada kolom *critical ratio* (C.R.) menunjukkan nilai sebesar 3,494, sedikit lebih besar dari nilai batas $\pm 2,58$. Dengan demikian, dapat ditarik kesimpulan bahwa hasil pengujian normalitas untuk data penelitian ini adalah kurang memenuhi syarat untuk dikategorikan sebagai normal secara *multivariate*.

Salah satu cara untuk mengatasi adanya penyimpangan terhadap asumsi normalitas data secara *multivariate* adalah dengan cara melakukan *bootstrapping*. *Bootstrapping* ini merupakan prosedur untuk melakukan *resampling* dimana sampel

asli (*original*) diperlakukan sebagai populasi (Ghozali, 2008). Adapun, hasil *bootstrapping* untuk model penelitian empiris ketiga ini adalah sebagai berikut:

GAMBAR 4.5
DISTRIBUSI *CHI-SQUARE*
HASIL *BOOTSTRAPPING* MODEL PENELITIAN EMPIRIS 3

Bootstrap Distributions		

	,000	*****
	,934	*****
	1,868	*****
	2,802	***
	3,736	**
	4,670	*
	5,603	*
N = 5000	6,537	*
Mean = ,999	7,471	*
S. e. = 0,020	8,405	*
	9,339	*
	10,273	*
	11,207	*
	12,141	*
	13,075	*

Sumber: Hasil analisis Amos 16. 0 tentang *Bootstrap Distributions*

Bollen-Stine Bootstrap (Default model)

The model fit better in 3503 bootstrap samples.
It fit about equally well in 0 bootstrap samples.
It fit worse or failed to fit in 1497 bootstrap samples.
Testing the null hypothesis that the model is correct, Bollen-Stine bootstrap p = 0,300

Sumber: Hasil analisis Amos 16. 0 tentang *Bollen-Stine Bootstrap*

Berdasarkan hasil *bootstrapping* terhadap model penelitian empiris ketiga ini diperoleh nilai probabilitas sebesar 0,300, sedangkan nilai probabilitas pada model original tanpa *bootstrap* diperoleh nilai sebesar 0,303. Perbandingan *standard error regression weight* semua hubungan antar variabel original sampel dan *bootstrap* sampel sangat kecil yaitu antara 0,000 sampai dengan 0,003, sehingga apabila dibandingkan antara model orisinal dengan model hasil *bootstrap* adalah masih konsisten. Dengan demikian, tidak normalnya data secara *multivariate* pada model penelitian empiris ketiga ini adalah masih dapat ditoleransi.

2) Univariate dan Multivariate Outliers

Univariate outliers dapat dideteksi dengan menentukan nilai ambang batas yang dikategorikan sebagai *outliers* dengan cara mengkonversi nilai data ke dalam *standard score* atau *z-score* yang mempunyai rata-rata nol dengan standar deviasi sebesar satu. Apabila nilai-nilai itu dinyatakan dalam format standar (*z-score*), maka perbandingan antara besaran nilai dengan mudah dapat dilakukan. Pedoman evaluasi adalah nilai ambang batas dari *z-score* itu berada pada rentang 3 sampai dengan 4 (Hair et al., 1995). Dengan demikian, nilai observasi yang mempunyai $z\text{-score} \geq 3,0$ dikategorikan sebagai *outliers*. Hasil perhitungan dengan menggunakan *z-score* untuk data dari model penelitian empiris ketiga ini dapat dilihat pada Tabel 4.20, yang disajikan kembali sebagai berikut:

TABEL 4.20
PENGUJIAN *UNIVARIATE* DAN *MULTIVARIATE OUTLIERS*
MODEL PENELITIAN EMPIRIS 3

	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
Zscore(INSOWN)	154	-2,10918	2,00323	,0000000	1,00000000
Zscore(BDINDT)	154	-1,83894	4,21392	,0000000	1,00000000
Zscore(BDSIZE)	154	-1,66320	2,00895	,0000000	1,00000000
Zscore(DPR)	154	-1,82496	4,07256	,0000000	1,00000000
Zscore(TBNSQ)	154	-1,79447	3,23808	,0000000	1,00000000
Valid N (listwise)	154				

Sumber: lampiran 5b statistik deskriptif data *standardize*

Tabel 4.20 menunjukkan bahwa semua nilai yang telah distandarisir dalam bentuk *z-score* mempunyai rata-rata sama dengan nol (0,000) dengan standar deviasi sebesar 1,000. Namun demikian, dapat diketahui bahwa untuk variabel BDINDT, DPR, dan TBNSQ masing masing mempunyai nilai *z-score* maksimum sebesar 4,21392, 4,07256 dan 3,23808. Kesimpulannya adalah bahwa data observasi yang digunakan dalam model penelitian empiris kedua ini tidak terbebas dari *univariate outliers*, karena ada tiga variabel yang mempunyai nilai *z-score* maksimum di atas angka batas yang ditentukan.

Evaluasi *multivariate outliers* perlu dilakukan karena meskipun data yang dianalisis menunjukkan adanya *outliers* pada tingkat *univariate*, tetapi observasi-observasi itu dapat menjadi bukan *outliers* bila sudah dikombinasikan. Evaluasi *multivariate outliers* dilakukan dengan menggunakan perhitungan jarak *mahalanobis* (*the mahalanobis distance*) untuk tiap-tiap variabel. *The mahalanobis distance* menunjukkan jarak sebuah variabel dari rata-rata semua variabel dalam sebuah ruang

multidimensional (Norusis, 1994; Tabacnick dan Fidell, 1996, dalam Ferdinand, 2005). Perhitungan jarak *mahalanobis* didasarkan pada nilai *chi-square* dalam tabel distribusi χ^2 pada derajat bebas sebesar jumlah variabel yang digunakan dalam penelitian. Dalam penelitian ini digunakan 5 variabel pada tingkat $p < 0,001$ yaitu $\chi^2 (5; 0,001) = 20,520$. Karena itu, data yang memiliki jarak *mahalanobis* lebih besar dari 20,520 dianggap *multivariate outliers*. Perhitungan jarak *mahalanobis* dari data dapat dilihat pada lampiran 9b hasil perhitungan SEM bagian *Observations farthest from the centroid (mahalanobis distance)* yaitu data yang paling jauh adalah 19,174 dan yang paling dekat adalah 2,678. Kesimpulannya adalah bahwa tidak ada jarak *mahalanobis* yang lebih besar dari 20,520 sehingga data penelitian ini tidak terdeteksi adanya *outlier multivariate*.

3) Multicollinearity dan Singularity

Untuk melihat apakah terdapat *multicollinearity* atau *singularity* dalam sebuah kombinasi variabel, perlu mengamati determinan matriks kovarians. Determinan matriks kovarians yang benar-benar kecil atau sama dengan 0 mengindikasikan adanya multikolinearitas atau singularitas (Tabachnick dan Fidell, 1988 dalam Gozali 2008). Lampiran 9b hasil perhitungan SEM pada bagian *Sample Covariances Matrix* menunjukkan nilai determinan sebesar 0,000 atau sama dengan nol, mengindikasikan adanya multikolinearitas atau singularitas dalam data observasi. Namun demikian, metode analisis data yang digunakan dalam penelitian ini adalah *path analysis*, yang diharapkan dapat mengakomodir kondisi multikolinearitas tersebut. Selanjutnya,

Program AMOS 16.0 akan secara otomatis memberikan *warning* bila matriks kovariansnya bersifat singular. Karena dalam analisis ini tidak ada *warning* dan hanya diselesaikan dalam 5 iterasi (lampiran 9b hasil perhitungan SEM bagian *minimization history*) untuk menghasilkan konvergensi model, maka matriks kovarians ini adalah non-singular dan karena itu dapat dianalisis.

4.3.3.2 Pengujian Kelayakan Model Penelitian Empiris 3

Goodness-of fit adalah mengukur kesesuaian antara input observasi atau sesungguhnya (matrik kovarian atau korelasi) dengan prediksi dari model yang diajukan (*proposed model*). Hasil perhitungan evaluasi kriteria *goodness-of-fit* dapat dilihat pada lampiran 9b hasil perhitungan SEM bagian *fit measures*. Selanjutnya, dapat dikemukakan bahwa terdapat tiga jenis ukuran *goodness-of-fit* yaitu:

5) **Absolute fit measures**

Absolute fit measures mengukur *model fit* secara keseluruhan baik model struktural maupun model pengukuran secara bersama.

Likelihood Ratio Chi-Square Statistic

Ukuran fundamental dari *overall fit* adalah *likelihood ratio chi square statistic* (χ^2). *Chi-Square* yang tinggi relatif terhadap *degree of freedom* menunjukkan bahwa matrik kovarian atau korelasi yang diobservasi dengan yang diprediksi bersifat sangat sensitif terhadap besarnya sampel yang digunakan. Model yang akan diuji akan dipandang baik atau memuaskan bila nilai *Chi-Square*-nya rendah. Semakin kecil χ^2

semakin baik model itu diterima berdasarkan probabilitas dengan *cut off value* sebesar $p > 0,05$ atau $p > 0,10$ (Huland et al., 1996 dalam Ferdinand, 2005; p.85).

Nilai *chi-square* yang diperoleh dari hasil analisis terhadap model penelitian empiris tiga ini adalah sebesar 1,062. Selanjutnya, nilai 1,062 ini dibandingkan dan nilai χ^2 tabel dengan $df = 1$ yaitu sebesar 3,840. Kesimpulannya adalah bahwa nilai *chi-square* hasil penelitian ini adalah lebih kecil daripada nilai *chi-square* tabel berarti model yang diusulkan cocok atau *fit* dengan data observasi.

CMIN/DF

Wheaton et al. (1977, dalam Gozali, 2008) menyatakan bahwa nilai ratio 5 (lima) atau kurang dari lima merupakan ukuran yang *reasonable*. Peneliti lainnya seperti Byrne (1988) mengusulkan nilai X^2 relatif kurang dari 2,0 atau 3,0 adalah indikasi *acceptable fit* antara model dan data. Adapun, nilai CMIN/DF dari hasil analisis terhadap model penelitian empiris tiga ini adalah sebesar 1,062, yang berarti lebih kecil dari 2,000 sebagai batas maksimum yang ditentukan. Dengan demikian, model penelitian empiris tiga ini adalah tergolong sangat *fit*.

GFI (Goodness of Fit Index)

GFI dikembangkan oleh Joreskog dan Sorbom (1984) yaitu ukuran *non statistical* yang mempunyai rentang nilai antara 0 sampai dengan 1. Nilai yang tinggi mendekati 1 dalam indeks ini menunjukkan sebuah *better fit* atau *a very good fit*. Nilai GFI hasil analisis terhadap model penelitian ini adalah sebesar 0,997 menunjukkan model tergolong *a very good fit*.

RMSEA (*Root Mean Square of Approximation*)

RMSEA merupakan ukuran yang mencoba memperbaiki kecenderungan *statistic chi-square* menolak model dengan jumlah sampel yang besar. Nilai RMSEA kurang atau sama dengan 0,08 ($\leq 0,08$) merupakan ukuran yang dapat diterima. Nilai RMSEA hasil analisis terhadap model penelitian ini adalah sebesar 0,020, yang berarti lebih kecil dari 0.08, dengan demikian model ini tergolong *a very good fit*.

6) *Incremental fit measures*

Incremental fit measures merupakan ukuran untuk membandingkan *proposed model* dengan model lain yang dispesifikasi.

AGFI (*Adjusted Goodness-of-Fit Index*)

AGFI merupakan kriteria yang memperhitungkan proporsi tertimbang dari varian dalam sebuah matriks kovarian sampel. Tingkat penerimaan yang direkomendasikan adalah AGFI mempunyai nilai sama dengan atau lebih besar dari 0,90. Nilai AGFI hasil perhitungan untuk model penelitian ini adalah sebesar 0,959 yang berarti lebih besar dari nilai yang direkomendasikan.

TLI (*Tucker-Lewis Index*)

Besaran indeks ini adalah pada rentang nilai sebesar 0 – 1, dimana semakin mendekati 1, mengindikasikan tingkat *fit* yang paling tinggi atau *a very good fit* (Arbuckle, 1997). Nilai yang direkomendasikan adalah $TLI \geq 0,90$. Adapun, nilai TLI dari model penelitian empiris 3 ini adalah sebesar 0,988, lebih besar dari nilai yang direkomendasikan, dengan demikian model ini tergolong *a very good fit*.

NFI (*Normed Fit Index*)

NFI merupakan ukuran perbandingan antara *proposed model* dan *null model*. Nilai NFI akan bervariasi dari 0 (*no fit at all*) sampai 1.0 (*perfect fit*). Seperti halnya, TLI tidak ada nilai absolut yang dapat digunakan sebagai standar, tetapi umumnya direkomendasikan sama atau $>0,90$. Nilai NFI dari perhitungan adalah sebesar 0,982 lebih besar dari 0,90 yang menunjukkan model penelitian ini sangat *fit*.

3) *Parsimonius Fit Measures*

Parsimonius Fit Measures melakukan *adjustment* terhadap pengukuran *fit* untuk dapat diperbandingkan antara model dengan jumlah koefisien yang berbeda.

PNFI (*Parsimonious Normal Fit Index*)

Merupakan modifikasi dari NFI. PNFI memasukkan jumlah *degree of freedom* yang digunakan untuk mencapai *level fit*. Semakin tinggi nilai PNFI semakin baik. Digunakan untuk membandingkan model alternatif sehingga tidak ada nilai yang direkomendasikan sebagai nilai *fit* yang diterima. Nilai PNFI hasil perhitungan dari model ini adalah sebesar 0,098.

PGFI (*Parsimonious Goodness-of-Fit Index*)

Parsimonious goodness-of-fit index memodifikasi GFI atas dasar *parsimony estimated model*. Nilai PGFI berkisar antara 0 sampai 1 dengan nilai semakin tinggi menunjukkan model lebih *parsimony*. Nilai PGFI hasil perhitungan dari model ini adalah sebesar 0,066. Selanjutnya, berdasarkan hasil pengujian terhadap kelayakan model, maka dapat disajikan Tabel 4.13 yang merupakan ringkasan hasil evaluasi kriteria *goodness-of-fit* untuk model penelitian empiris 3.

TABEL 4.21
RINGKASAN HASIL EVALUASI
GOODNESS OF FIT MODEL PENELITIAN EMPIRIS 3

<i>Goodness of fit Index</i>	<i>Cut-off Value</i>	Hasil Model	Keterangan
<i>Absolute Measures</i>			
χ^2 - Chi-Square	Diharapkan Kecil	1,062	Nilai χ^2 tabel dengan d.f. 1 adalah 3,84. Nilai <i>chi-square</i> dari model penelitian ini 1,062, yang berarti lebih kecil.
Probability	$\geq 0,05$	0,303	Baik sekali
CMIN/DF	$\leq 2,00$	1,062	Baik sekali
RMSEA	$\leq 0,08$	0,020	Baik sekali
GFI	$\geq 0,90$	0,997	Baik sekali
<i>Incremental Fit Measures</i>			
AGFI	$\geq 0,90$	0,959	Baik sekali
TLI	$\geq 0,95$	0,988	Baik sekali
CFI	$\geq 0,95$	0,999	Baik sekali
NFI	$\geq 0,90$	0,982	Baik sekali

Sumber: Lampiran 9b hasil perhitungan SEM atas variabel penelitian

Berdasarkan Tabel 4.21 di atas tentang ringkasan hasil evaluasi kriteria *goodness of fit*, maka model penelitian empiris 3 ini dapat dikatakan sangat layak untuk menguji hipotesis-hipotesis yang mengikutinya.

4.3.2.3 Pengujian Hipotesis Model Penelitian Empiris Ketiga

Model penelitian empiris parsial ketiga ini dibangun dengan tiga tujuan, yaitu sebagai berikut: 1) menguji pengaruh struktur *corporate governance* terhadap kebijakan dividen; 2) menguji pengaruh struktur *corporate governance* dan kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan; dan 3) menguji pengaruh mediasi kebijakan

dividen dalam hubungan kausalitas antara struktur *corporate governance* dengan nilai perusahaan.

Struktur *corporate governance* diproksi dengan *Institutional Ownership* (INSOWN), *Boards Independent* (BDINDT) dan *Boards Size* (BDSIZE), kebijakan dividen diproksi dengan *Dividend Payout Ratio* (DPR), dan nilai perusahaan diproksi dengan *Tobin's q* (TBNSQ). Dengan demikian, pengujian terhadap model penelitian empiris ketiga ini adalah merupakan pengujian secara empiris untuk tiga hipotesis terakhir dari penelitian ini, yaitu hipotesis 8 sampai dengan hipotesis 10. Hasil pengujian terhadap keempat hipotesis tersebut diuraikan sebagai berikut:

a) Pengujian Pengaruh *Institutional Ownership*, *Boards Independent* dan *Boards Size*

Size terhadap Dividend Payout Ratio

Hipotesis 8 merupakan hubungan kausalitas antara variabel-variabel yang menjadi proksi dari struktur *corporate governance* dengan variabel yang menjadi proksi dari kebijakan dividen. Dengan demikian, hipotesis 8 adalah tentang struktur *corporate governance*, yang diproksi dengan *Institutional Ownership* (INSOWN), *Boards Independent* (BDINDT) dan *Boards Size* (BDSIZE) pengaruhnya terhadap kebijakan dividen yang diproksi dengan *Dividend Payout Ratio* (DPR). Selanjutnya, hipotesis 8 ini diuraikan menjadi tiga sub hipotesis yang mengikutinya dan yang diuji secara empiris, ketiga sub hipotesis tersebut adalah sebagai berikut:

Hipotesis 8a:

Kepemilikan institusional (*institutional Ownership*) berpengaruh positif terhadap *dividend payout ratio*.

Hipotesis 8b:

Besarnya komposisi anggota dewan komisaris independen (*boards independent*) berpengaruh positif terhadap *dividend payout ratio*.

Hipotesis 8c:

Ukuran dewan komisaris (*boards size*) berpengaruh positif terhadap *dividend payout ratio*

Hasil pengujian untuk ketiga hipotesis ini, dapat diketahui melalui persamaan struktural 4.6, yang dapat dikemukakan kembali sebagai berikut:

$$\begin{array}{lcl} \text{DPR} & = & 0,128 \text{ INSOWN} + 0,007 \text{ BDINDT} - 0,009 \text{ BDSIZE} \dots\dots\dots (4.6) \\ \text{P} & & (0,018) \quad (0,947) \quad (0,224) \\ \text{Cr} & & (2,357) \quad (0,066) \quad (-1,217) \end{array}$$

Berdasarkan pada persamaan struktural 4.6 di atas, dapat diketahui bahwa pengaruh *Institutional Ownership* (INSOWN) terhadap *Dividend Payout Ratio* (DPR) adalah ditunjukkan dengan nilai koefisien sebesar 0,128, suatu arah koefisien yang relevan dengan pernyataan hipotesis 8a. Selanjutnya, hasil pengujian terhadap hubungan kausalitas ini menunjukkan nilai *critical ratio* (c.r.) sebesar 2,357 dengan nilai *sig-t* sebesar 0,018, yang berarti suatu pengaruh yang positif dan signifikan pada tingkat $\alpha = 5\%$. Dengan demikian hipotesis 8a, yang menyatakan bahwa kepemilikan institusional (*institutional Ownership*) berpengaruh positif terhadap *dividend payout ratio*, **dapat diterima**.

Persamaan struktural 4.6 di atas juga memperlihatkan bahwa pengaruh *Boards Independent* (BDINDT) terhadap *Dividend Payout Ratio* (DPR) ditunjukkan dengan nilai koefisien regresi sebesar 0,007, suatu arah koefisien yang relevan

dengan pernyataan hipotesis 8b. Hasil pengujian hipotesis ini menghasilkan nilai *critical ratio* (c.r.) sebesar 0,066 dengan nilai sig-t sebesar 0,947, yang berarti bahwa suatu pengaruh yang tidak signifikan. Dengan demikian **hipotesis 8b**, yang menyatakan bahwa besarnya komposisi anggota dewan komisaris independen (*boards independent*) berpengaruh positif terhadap *dividend payout ratio*, adalah **tidak dapat diterima**.

Persamaan struktural 4.6 di atas juga memperlihatkan bahwa pengaruh *Boards Size* (BDSIZE) terhadap *Dividend Payout Ratio* (DPR) ditunjukkan dengan nilai koefisien regresi sebesar -0,009, nilai *critical ratio* (c.r.) sebesar -1,217, dan nilai sig-t sebesar 0,224, yang berarti suatu pengaruh yang tidak signifikan. Dengan demikian hipotesis 8c, yang menyatakan bahwa ukuran dewan komisaris (*boards size*) berpengaruh positif terhadap *dividend payout ratio*, **tidak dapat diterima**.

b) Pengujian Pengaruh *Institutional Ownership*, *Boards Size* dan *Dividend Payout Ratio* terhadap *Tobin's q*

Gambar 4.4 di atas tentang Diagram Hasil Analisis Jalur Model Penelitian Empiris 3 menunjukkan bahwa nilai perusahaan yang diproksi dengan *Tobin's q* (TBNSQ) adalah dipengaruhi oleh *Dividend Payout Ratio* (DPR), *Institutional Ownership* (INSOWN), dan *Boards Size* (BDSIZE). Sebagaimana telah dikemukakan pada bab sebelumnya, bahwa hubungan kausalitas ini merupakan hipotesis 9 dari penelitian ini. Selanjutnya, hipotesis 9 ini diuraikan menjadi 3 sub hipotesis yang

menyertainya dan yang akan diuji secara empiris. Dengan demikian, untuk ketiga hipotesis yang dimaksud dapat dikemukakan kembali sebagai berikut:

Hipotesis 9a:

Dividen payout ratio berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan (*Tobin's q*) yang dapat dicapai.

Hipotesis 9b:

Kepemilikan institusional (*institutional ownership*) berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan (*Tobin's q*) yang dicapai.

Hipotesis 9c:

Ukuran dewan komisaris (*boards size*) berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan (*Tobin's q*) yang dicapai.

Selanjutnya, hasil pengujian untuk ketiga hipotesis ini, yaitu hipotesis 9a, 9b, dan 9c dapat diketahui melalui persamaan struktural 4.7, yang dapat dikemukakan kembali sebagai berikut:

$$\begin{array}{lclcl} \text{TBNSQ} = & 0,728 \text{ DPR} & + & 0,741 \text{ INSOWN} & + & 0,046 \text{ BDSIZE} & \dots\dots\dots (4.7) \\ \text{P} & (0,024) & & (0,000) & & (0,098) \\ \text{Cr} & (2,258) & & (3,576) & & (1,652) \end{array}$$

Berdasarkan pada persamaan struktural 4.7, dapat diketahui bahwa pengaruh *Dividend Payout Ratio* (DPR) terhadap *Tobin's q* (TBNSQ) ditunjukkan dengan nilai koefisien sebesar 0,728, suatu arah koefisien yang relevan dengan pernyataan hipotesis 9a. Hasil pengujian terhadap hubungan kausalitas ini menunjukkan nilai *critical ratio* (c.r.) sebesar 2,258 dengan nilai *sig-t* sebesar 0,024, yang berarti suatu pengaruh yang positif dan signifikan pada tingkat $\alpha = 5\%$. Dengan demikian

hipotesis 8a, yang menyatakan bahwa *dividen payout ratio* berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan (*Tobin's q*) yang dapat dicapai, **dapat diterima**.

Persamaan struktural 4.7 di atas juga memperlihatkan bahwa pengaruh *Institutional Ownership* (INSOWN) terhadap *Tobin's q* (TBNSQ) ditunjukkan dengan nilai koefisien regresi sebesar 0,741, suatu arah koefisien yang relevan dengan pernyataan hipotesis 9b. Hasil pengujian hipotesis ini menghasilkan nilai *critical ratio* (c.r.) sebesar 3,576 dengan nilai *sig-t* sebesar 0,000, yang berarti bahwa suatu pengaruh yang signifikan pada tingkat $\alpha = 1\%$. Dengan demikian **hipotesis 9b**, yang menyatakan bahwa kepemilikan institusional (*institutional ownership*) berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan (*Tobin's q*) yang dicapai, **dapat diterima**.

Persamaan struktural 4.7 di atas juga memperlihatkan bahwa pengaruh *Boards Size* (BDSIZE) terhadap *Tobin's q* (TBNSQ) ditunjukkan dengan nilai koefisien regresi sebesar 0,046, nilai *critical ratio* (c.r.) sebesar 1,652, dan nilai *sig-t* sebesar 0,098, yang berarti suatu pengaruh yang signifikan pada tingkat $\alpha = 10\%$. Dengan demikian hipotesis 9c, yang menyatakan bahwa ukuran dewan komisaris (*boards size*) berpengaruh positif terhadap *dividend payout ratio*, **tidak dapat diterima**.

c) Pengujian Pengaruh Mediasi *Dividend Payout Ratio* terhadap Hubungan *Institutional Ownership* dan *Boards Size* dengan *Tobin's q*

Gambar 4.4 di atas tentang Diagram Hasil Analisis Jalur Model Penelitian Empiris 3 menunjukkan bahwa pengaruh *Institutional Ownership* (INSOWN) dan

Boards Size (BDSIZE) terhadap *Tobin's q* (TBNSQ) dapat terjadi secara langsung dan secara tidak langsung. Pengaruh *Institutional Ownership* (INSOWN) dan *Boards Size* (BDSIZE) terhadap *Tobin's q* (TBNSQ) secara tidak langsung ini adalah melalui atau dimediasi oleh *Dividend Payout Ratio* (DPR). Adapun, pengaruh mediasi *Dividend Payout Ratio* (DPR) terhadap hubungan kausalitas antara *Institutional Ownership* (INSOWN) dan *Boards Size* (BDSIZE) dengan *Tobin's q* (TBNSQ) merupakan hipotesis 10 dari penelitian ini.

Pengujian terhadap hipotesis 10 dari penelitian ini adalah untuk mengetahui apakah variabel *Institutional Ownership* (INSOWN) dan variabel *Boards Size* (BDSIZE) berpengaruh secara langsung terhadap variabel *Tobin's q* (TBNSQ), ataukah melalui *Dividend Payout Ratio* (DPR) sebagai variabel intervening. Selanjutnya, sebagaimana telah dikemukakan bahwa hipotesis 10 ini diuraikan menjadi dua sub hipotesis yang mengikutinya dan yang akan diuji secara empiris. Adapun, kedua sub hipotesis tersebut dapat dikemukakan kembali sebagai berikut:

Hipotesis 10a:

Pengaruh kepemilikan institusi (*institutional ownership*) terhadap *Tobin's q* dimediasi oleh *dividend payout ratio*.

Hipotesis 10b:

Pengaruh ukuran dewan komisaris (*boards size*) terhadap *Tobin's q* dimediasi oleh *dividend payout ratio*.

Selanjutnya untuk lebih memudahkan dalam menganalisis kedua hipotesis mediasi ini, maka disusun Tabel 4.22. Tabel ini menyajikan besar dan arah dari koefisien regresi, baik untuk pengaruh langsung maupun untuk pengaruh tidak

langsung dari variabel *Institutional Ownership* (INSOWN) dan variabel *Boards Size* (BDSIZE) terhadap variabel *Tobin's q* (TBNSQ) yang dimediasi oleh variabel *Dividend Payout Ratio* (DPR), sebagai berikut:

TABEL 4.22
PENGARUH LANGSUNG DAN TIDAK LANGSUNG INSOWN DAN
BDSIZE TERHADAP TBNSQ YANG DIMEDIASI DPR

KETERANGAN	Variabel Independen	
	INSOWN	BDSIZE
• Pengaruh langsung variabel independen terhadap <i>Tobin's q</i> (TBNSQ)	0,741	0,046
• Pengaruh langsung variabel independen terhadap <i>Dividend Payout Ratio</i> (TBNSQ)	0,128	-0,009
• Pengaruh DPR terhadap TBNSQ adalah 0,728	-	-
• Pengaruh tidak langsung (melalui ROE) variabel independen terhadap variabel dependen (TBNSQ)	0,093	-0,007

Sumber: Data sekunder yang diolah

Berdasarkan Tabel 4.22 di atas, dapat diketahui bahwa: 1) Nilai koefisien pengaruh langsung *Institutional Ownership* (INSOWN) terhadap *Tobin's q* (TBNSQ) adalah sebesar 0,741. Sedangkan, pengaruh *Institutional Ownership* (INSOWN) secara tidak langsung (melalui DPR) terhadap *Tobin's q* (TBNSQ) adalah sebesar 0,093. Dengan demikian hipotesis 10a yang menyatakan bahwa pengaruh kepemilikan institusi (*institutional ownership*) terhadap *Tobin's q* dimediasi oleh *dividend payout ratio*, **tidak dapat diterima**; 2) Nilai koefisien pengaruh langsung *Boards Size* (BDSIZE) terhadap *Tobin's q* (TBNSQ) adalah sebesar 0,046. Sedangkan, pengaruh *Boards Size* (BDSIZE) secara tidak langsung (melalui DPR) terhadap *Tobin's q* (TBNSQ) adalah sebesar -0,007. Dengan demikian hipotesis 10b yang menyatakan

bahwa pengaruh ukuran dewan komisaris (*boards size*) terhadap *Tobin's q* dimediasi oleh *dividend payout ratio*, **tidak dapat diterima**.

4.4 Ringkasan Hasil Pengujian Hipotesis

Sub bab ini menyajikan ringkasan hasil pengujian untuk seluruh hipotesis yang ada dalam penelitian ini. Adapun tujuan dari penyajian ini adalah untuk lebih memudahkan dalam memberikan kesimpulan terhadap hasil penelitian ini. Selanjutnya, ringkasan hasil pengujian untuk seluruh hipotesis dalam penelitian ini disajikan pada Tabel 4.23 sebagai berikut:

TABEL 4.23
RINGKASAN HASIL PENGUJIAN HIPOTESIS

Model Penelitian Empiris 1: Pengaruh Struktur <i>Corporate Governance</i> Terhadap Perilaku Oportunistik Manajerial	
Hipotesis Penelitian	Pernyataan dan Hasil Pengujian Hipotesis
Hipotesis 1a: Hubungan antara <i>institutional ownership</i> dan <i>debt to assets ratio</i> .	Pernyataan hipotesis: Kepemilikan institusi (<i>institutional ownership</i>) berpengaruh negatif terhadap <i>debt to assets ratio</i> . Hasil Pengujian: DITOLAK
Hipotesis 1b: Hubungan antara komposisi anggota dewan komisaris independen (<i>boards independent</i>) dan <i>debt to assets ratio</i> .	Pernyataan hipotesis: Besarnya komposisi anggota dewan komisaris independen(<i>boards independent</i>) berpengaruh positif terhadap <i>debt to assets ratio</i> . Hasil Pengujian: DITERIMA

Hipotesis 1c: Hubungan antara <i>boards size</i> dan <i>debt to assets ratio</i>	Pernyataan hipotesis: Ukuran dewan komisaris (<i>boards size</i>) berpengaruh positif terhadap <i>debt to assets ratio</i> . Hasil Pengujian: DITERIMA
Hipotesis 2a: Hubungan antara <i>institutional ownership</i> dan <i>systematic risk</i>	Pernyataan hipotesis: Kepemilikan institusional (<i>institutional ownership</i>) berpengaruh positif terhadap <i>systematic risk</i> Hasil pengujian: DITOLAK
Hipotesis 2b: Hubungan antara <i>boards independent</i> dan <i>systematic risk</i>	Pernyataan hipotesis: Besarnya komposisi anggota dewan komisaris independen (<i>boards independent</i>) berpengaruh positif terhadap <i>systematic risk</i> . Hasil pengujian: DITOLAK
Hipotesis 2c: Hubungan antara <i>boards size</i> dan <i>systematic risk</i>	Pernyataan hipotesis: Ukuran dewan komisaris (<i>boards size</i>) perusahaan berpengaruh positif terhadap <i>systematic risk</i> . Hasil pengujian: DITERIMA
Sub Model Pertama dari Model Penelitian Empiris 2: Pengaruh Perilaku Oportunistik Manajerial terhadap Kebijakan Dividen dan Mediasi Profitabilitas	
Hipotesis 3a: Hubungan antara tingkat <i>leverage</i> dan profitabilitas	Pernyataan hipotesis: <i>Debt to assets ratio</i> berpengaruh positif terhadap <i>return on equity</i> yang dicapai perusahaan. Hasil pengujian: DITOLAK
Hipotesis 3b: Hubungan antara <i>firm size</i> (ukuran perusahaan) dan profitabilitas	Pernyataan hipotesis: Ukuran perusahaan (<i>firm size</i>) berpengaruh positif terhadap <i>return on equity</i> yang dicapai perusahaan.

	Hasil pengujian: DITOLAK
Hipotesis 3c: Hubungan antara tingkat risiko dan profitabilitas.	Pernyataan hipotesis: <i>Systematic risk</i> berpengaruh positif terhadap <i>return on equity</i> yang dicapai perusahaan. Hasil pengujian: DITERIMA
Hipotesis 4a: Hubungan antara tingkat <i>leverage</i> dan pembayaran dividen perusahaan.	Pernyataan hipotesis: <i>Debt to assets ratio</i> berpengaruh positif terhadap <i>dividend payout ratio</i> . Hasil pengujian: DITERIMA
Hipotesis 4b: Hubungan antara ukuran perusahaan (<i>firm size</i>) dan pembayaran dividen.	Pernyataan hipotesis: Ukuran perusahaan (<i>firm size</i>) berpengaruh positif terhadap <i>dividend payout ratio</i> . Hasil pengujian: DITOLAK
Hipotesis 4c: Hubungan antara profitabilitas dan kebijakan dividen perusahaan.	Pernyataan Hipotesis: <i>Return on equity</i> berpengaruh positif terhadap <i>dividend payout ratio</i> Hasil pengujian: DITERIMA
Hipotesis 5: Mediasi profitabilitas dalam hubungan antara perilaku oportunistik manajerial dan <i>dividend policy</i>	Pernyataan hipotesis: Pengaruh perilaku oportunistik manajerial terhadap <i>dividend payout ratio</i> dimediasi oleh <i>return on equity</i> . Hasil pengujian: DITOLAK
Sub Model Kedua dari Model Penelitian Empiris 2: Pengaruh Perilaku Oportunistik Manajerial dan Profitabilitas terhadap Nilai Perusahaan serta Mediasi Profitabilitas	

Hipotesis 6a: Hubungan antara <i>firm size</i> (ukuran perusahaan) dan nilai perusahaan.	Pernyataan hipotesis: Ukuran perusahaan (<i>firm size</i>) berpengaruh positif terhadap nilai <i>Tonbin's q</i> yang dicapai perusahaan. Hasil pengujian: DITERIMA
Hipotesis 6b: Hubungan antara tingkat risiko dan nilai perusahaan.	Pernyataan hipotesis: Tingkat <i>systematic risk</i> berpengaruh positif terhadap nilai <i>Tobin's q</i> yang dicapai perusahaan. Hasil pengujian: DITOLAK
Hipotesis 6c: Hubungan antara profitabilitas dan nilai perusahaan.	Pernyataan hipotesis: <i>Return on equity</i> berpengaruh positif terhadap nilai <i>Tobin's q</i> yang dicapai perusahaan. Hasil pengujian: DITERIMA
Hipotesis 7: Mediasi profitabilitas dalam hubungan perilaku oportunistik manajerial dengan nilai perusahaan	Pernyataan hipotesis: Pengaruh <i>systematic risk</i> terhadap <i>Tobin's q</i> dimediasi oleh <i>return on equity</i> . Hasil pengujian: DITERIMA
Model Penelitian Empiris 3: Pengaruh Struktur <i>Corporate Governance</i> terhadap Nilai Perusahaan dan Mediasi Kebijakan Dividen	
Hipotesis 8a: Hubungan antara kepemilikan institusi (<i>institutional ownership</i>) dan kebijakan dividen.	Pernyataan hipotesis: Kepemilikan institusional berpengaruh positif terhadap <i>dividend payout ratio</i> . Hasil pengujian: DITERIMA
Hipotesis 8b: Hubungan antara <i>boards independent</i> dan kebijakan dividen.	Pernyataan hipotesis: Besarnya komposisi anggota dewan komisaris independen (<i>boards independent</i>) berpengaruh positif terhadap <i>dividend payout ratio</i> . Hasil pengujian: DITOLAK

<p>Hipotesis 8c: Hubungan antara ukuran dewan komisaris (<i>boards size</i>) dan kebijakan dividen.</p>	<p>Pernyataan hipotesis: Ukuran dewan komisaris (<i>boards size</i>) berpengaruh positif terhadap <i>dividend payout ratio</i>.</p> <p>Hasil pengujian: DITOLAK</p>
<p>Hipotesis 9a: Hubungan antara kebijakan dividen dan nilai perusahaan.</p>	<p>Pernyataan hipotesis: <i>Dividen payout ratio</i> berpengaruh positif terhadap nilai <i>Tobin's q</i> yang dapat dicapai perusahaan.</p> <p>Hasil pengujian: DITERIMA</p>
<p>Hipotesis 9b: Hubungan antara kepemilikan institusional (<i>institutional ownership</i>) dan nilai perusahaan</p>	<p>Pernyataan hipotesis: Kepemilikan institusional (<i>institutional ownership</i>) berpengaruh positif terhadap nilai <i>Tobin's q</i> yang dicapai perusahaan.</p> <p>Hasil pengujian: DITERIMA</p>
<p>Hipotesis 9c: Hubungan antara ukuran dewan komisaris (<i>boards size</i>) dan nilai perusahaan</p>	<p>Pernyataan hipotesis: Ukuran dewan komisaris (<i>boards size</i>) berpengaruh positif terhadap nilai <i>Tobin's q</i> yang dicapai perusahaan.</p> <p>Hasil pengujian: DITERIMA</p>
<p>Hipotesis 10: Mediasi kebijakan dividen dalam hubungan antara mekanisme <i>corporate governance</i> dan nilai perusahaan</p>	<p>Pernyataan hipotesis: Pengaruh mekanisme <i>corporate governance</i> terhadap <i>Tobin's q</i> dimediasi oleh <i>dividen payout ratio</i>.</p> <p>Hasil pengujian: DITOLAK</p>

BAB V

PEMBAHASAN HASIL PENELITIAN

5.1 Pendahuluan

Bab ini membahas berbagai temuan penelitian yang tercermin dari hasil-hasil pengujian terhadap seluruh hipotesis yang ada pada penelitian ini. Pembahasan terhadap hasil pengujian hipotesis-hipotesis tersebut dikaitkan dengan teori-teori yang mendasarinya, dihubungkan dengan studi-studi yang telah dilakukan sebelumnya, serta dikemukakan pula rasionalitas dari temuan-temuan tersebut. Temuan hasil penelitian ini sangat berhubungan dengan kajian dari perilaku oportunistik manajerial dalam perspektif teori keagenan, berhubungan pula dengan struktur *corporate governance* internal sebagai latar belakang pilihan kebijakan dividen yang akan berdampak terhadap nilai perusahaan. Pembahasan dalam bab ini dimulai dengan mengungkapkan terhadap hasil pengembangan model penelitian empiris dan dilanjutkan dengan pembahasan terhadap hasil-hasil pengujian hipotesis yang menyertai model-model penelitian empiris tersebut.

Sebagaimana pemaparan yang telah dilakukan untuk pengujian seluruh hipotesis pada bab sebelumnya, maka sistematika pembahasan untuk hasil-hasil pengujian hipotesis ini juga dilakukan berdasarkan tiga model penelitian empiris yang telah dibangun sebelumnya. Dengan demikian, pembahasan akan dilakukan dengan mengacu pada nilai-nilai koefisien yang diperoleh dari hasil pengujian terhadap masing-masing persamaan struktural atau model penelitian empiris yang telah

dibangun tersebut. Berikut ini adalah pemaparan untuk hasil pembahasan yang dilakukan terhadap ketiga model penelitian empiris yang telah dibangun sebelumnya beserta hipotesis-hipotesis yang menyertainya.

5.2 Pembahasan Hasil Pengujian Pengaruh Struktur *Corporate Governance* Terhadap Perilaku Oportunistik Manajerial

Pembahasan terhadap model penelitian empiris pertama ini adalah untuk mengungkap hasil pengujian pengaruh dari struktur *corporate governance* terhadap perilaku oportunistik manajerial. Struktur *corporate governance* diproksi dengan *Institutional Ownership* (INSOWN), *Boards Independent* (BDINDT), dan *Boards Size* (BDSIZE), sedangkan perilaku oportunistik manajerial diproksi dengan *Debt to Assets Ratio* (DAR) dan *Systematic Risk* (RISK). Dengan demikian, pembahasan hasil pengujian untuk model penelitian empiris pertama ini adalah merupakan pengungkapan hasil pengujian secara empiris untuk dua hipotesis pertama dari penelitian ini. Selanjutnya, pemaparan berikut adalah pembahasan terhadap hasil pengujian untuk hipotesis 1 dan hipotesis 2.

5.2.1 Pembahasan Hasil Pengujian Pengaruh *Institutional Ownership*, *Boards Independent*, dan *Boards Size* terhadap *Debt to Assets Ratio*

Hipotesis 1 dalam penelitian ini adalah menyangkut tentang pengaruh dari struktur *corporate governance*, yang diproksi dengan *institutional ownership*, *boards independent*, dan *boards size* terhadap perilaku oportunistik manajerial yang diproksi dengan *debt to asset ratio*. Selanjutnya, hipotesis 1 ini diuraikan menjadi tiga sub hipotesis yang mengikutinya dan yang telah dilakukan pengujian secara empiris.

Adapun, pembahasan terhadap hasil pengujian ketiga hipotesis tersebut adalah sebagai berikut:

5.2.1.1 Pembahasan Hasil Pengujian Hipotesis 1a:

Hipotesis 1a menyatakan bahwa kepemilikan institusi (*institutional ownership*) berpengaruh negatif terhadap *debt to assets ratio*. Pernyataan hipotesis ini diajukan dengan merujuk kepada hasil studi Shleiver dan Vishny (1986) yang menyatakan bahwa kepemilikan institusional dapat memonitor manajemen secara efektif, sehingga dapat membatasi perilaku oportunistik manajerial, dan meningkatnya kepemilikan saham oleh *institutional investor* dapat mengimbangi kebutuhan terhadap hutang dan *managerial ownership*. Tindakan *monitoring* tersebut akan mengurangi *agency cost*, karena memungkinkan perusahaan menggunakan tingkat hutang yang lebih rendah (Bathala, Moon dan Rao, 1994).

Hubungan antara kebijakan hutang dan *institutional investor* dapat dilukiskan sebagai suatu hubungan yang bersifat *monitoring substitutional effect*. Kenyataan tersebut didukung oleh hasil studi empiris Bathala, Moon dan Rao (1994), yang berargumentasi bahwa kehadiran *institutional investor* dapat menggantikan hutang untuk mengurangi konflik keagenan. Selanjutnya, Bathala, Moon dan Rao (1994) mengatakan bahwa terdapat hubungan negatif antara *institutional investor* dengan kebijakan hutang perusahaan. Pendapat senada dikemukakan oleh Moh'd, Perry dan Rimbey (1998), yang dalam studinya menemukan hubungan negatif dan signifikan antara *institutional investor* dan *ratio* hutang perusahaan.

Sebagaimana telah dikemukakan pada bab sebelumnya, hasil pengujian terhadap hipotesis 1a ini menyatakan bahwa pengaruh *institutional ownership* terhadap *debt to assets ratio* ditunjukkan dengan nilai koefisien -0,091, suatu arah koefisien yang sesuai dengan pernyataan hipotesis 1a. Tetapi, hasil pengujian terhadap hubungan kausalitas ini tidak menemukan cukup bukti untuk dapat menerima hipotesis ini, karena hanya memiliki nilai *critical ratio* (c.r.) sebesar -0,883 dengan nilai *sig-t* sebesar 0,377, yang berarti suatu pengaruh negatif yang tidak signifikan. Dengan demikian, berdasarkan pada hasil pengujian secara empiris, maka hipotesis 1a ini dinyatakan ditolak atau **tidak dapat diterima**.

Hasil pengujian hipotesis 1a di atas, ternyata tidak menemukan cukup bukti untuk menerima hasil studi dari Shleiver dan Vishny (1986); Chaganti dan Damanpour (1990); Bathala, Moon dan Rao (1994); Moh'd, Perry dan Rimbey (1998); dan Gao (2002). Hasil penelitian mereka diantaranya menyatakan bahwa kepemilikan institusional dapat mengimbangi kebutuhan terhadap hutang, dan *institutional ownership* adalah bersifat substitusi terhadap kebutuhan dana eksternal (*debt ratio*) dalam membentuk struktur modal perusahaan. Hasil pengujian secara empiris terhadap hipotesis 1a di atas juga tidak menemukan cukup bukti untuk menerima hasil studi dari Crutchley et al. (1999) dan Liu (2004) yang menyatakan bahwa terdapat hubungan yang positif antara kebijakan hutang dengan kepemilikan institusional, kebijakan hutang yang tinggi menyebabkan perusahaan dimonitor oleh pihak *debtholders*. Monitoring dalam perusahaan yang ketat tadi menyebabkan

manajer akan bertindak sesuai dengan kepentingan *debtholders* dan *shareholders*, sehingga kondisi ini akan menarik masuknya kepemilikan institusional.

5.2.1.2 Pembahasan Hasil Pengujian Hipotesis 1b:

Hipotesis 1b menyatakan bahwa besarnya komposisi anggota dewan komisaris independen (*boards independent*) berpengaruh positif terhadap *debt to assets ratio*. Pernyataan hipotesis ini diajukan dengan merujuk kepada fungsi dari dewan komisaris sebagai pengawas terhadap kinerja dari dewan direksi yang dipimpin oleh CEO. Efektivitas dewan komisaris dalam menyeimbangkan kekuatan CEO adalah sangat dipengaruhi oleh tingkat independensi dari dewan komisaris itu (Lorsch, 1989; Mizruchi, 1983; Zahra dan Pearce, 1989). Selanjutnya, Jensen (1986) dan Chyntia (2003) berpendapat bahwa dengan hutang maka perusahaan mempunyai kewajiban untuk mengembalikan pinjaman dan membayar beban bunga secara periodik. Kondisi ini menyebabkan manajer bekerja keras untuk meningkatkan laba sehingga dapat memenuhi kewajiban dari penggunaan hutang tersebut.

Sebagaimana telah dikemukakan pada bab sebelumnya, hasil pengujian terhadap hipotesis 1b ini menyatakan bahwa pengaruh *boards independent* terhadap *debt to assets ratio* ditunjukkan dengan nilai koefisien regresi sebesar 0,578, nilai *critical ratio* (c.r.) sebesar 3,003 dengan nilai *sig-t* sebesar 0,003, yang berarti suatu pengaruh yang positif dan signifikan pada tingkat $\alpha = 1,00\%$. Dengan demikian hipotesis 1b, yang menyatakan bahwa besarnya komposisi anggota dewan komisaris

independen (*boards independent*) berpengaruh positif terhadap *debt to assets ratio*, **dapat diterima.**

Hasil pengujian hipotesis 1b di atas, menemukan bukti kuat untuk menerima pandangan teori keagenan yang menyatakan bahwa *boards independent* sebagai salah satu proksi dari struktur *corporate governance* internal adalah efektif dalam menyeimbangkan kekuatan dewan direksi (Lorsch, 1989; Mizruchi, 1983; Zahra dan Pearce, 1989). Teori keagenan berdasarkan pada *managerial opportunism hypothesis* (Jensen, 1986) menjelaskan bahwa para manajer mempunyai kecenderungan untuk menahan *cash* dalam perusahaan, menyediakan mereka untuk mengkonsumsi lebih banyak penghasilan tambahan dan menginvestasikan dalam proyek-proyek dan pendapatan yang mungkin hanya meningkatkan gengsi pribadi mereka tetapi tidak bermanfaat bagi para pemegang saham (Jiraporn dan Ning, 2006). Selanjutnya, argumentasi teori keagenan menyatakan bahwa jumlah kas yang ada di tangan manajer dapat dikurangi dengan cara menerbitkan hutang yang hasilnya untuk dibayarkan kepada pemegang saham dalam bentuk deviden khusus atau pembelian kembali saham yang beredar. Tindakan ini dapat mengurangi aliran kas perusahaan di masa yang akan datang dengan meningkatkan pembayaran bunga (Grossman dan Hart, 1986; Stulz 1990 dalam Bethel dan Julia, 1993).

5.2.1.3 Pembahasan Hasil Pengujian Hipotesis 1c:

Hipotesis 1c menyatakan bahwa ukuran dewan komisaris (*boards size*) berpengaruh positif terhadap *debt to assets ratio*. Pernyataan hipotesis ini diajukan dengan merujuk kepada pendapat Jensen (1993) dan Lipton dan Lorsch (1992) dalam

Beiner, Drobetz, Schmid dan Zimmermann (2003). Mereka menyimpulkan bahwa ukuran dewan komisaris merupakan bagian dari struktur *corporate governance*. Hal ini diperkuat oleh pendapat Allen dan Gale (2000) dalam Beiner et al. (2003) yang menegaskan bahwa dewan komisaris merupakan struktur dan mekanisme *corporate governance* internal yang penting. Allen dan Gale (2000) juga menyarankan bahwa dewan komisaris yang ukurannya terlalu besar adalah kurang efektif jika dibandingkan dengan dewan komisaris yang ukurannya kecil. Sementara itu, Garg (2007) berdasarkan hasil penelitiannya menyarankan bahwa batas ukuran dewan komisaris yang ideal adalah sebanyak 6 orang.

Teori keagenan berkeyakinan bahwa hutang adalah berguna untuk meminimalkan konflik keagenan (Jensen, 1986), karena dapat mengurangi aliran kas perusahaan di masa yang akan datang dengan meningkatkan pembayaran bunga tetap (Grossman dan Hart, 1986; Stulz 1990; dalam Bethel dan Julia, 1993). Ukuran dewan komisaris merupakan bagian dari *corporate governance* (Jensen, 1993; Lipton dan Lorsch, 1992; dalam Beiner, Drobetz, Schmid dan Zimmermann, 2003), khususnya *internal corporate governance* (Eisenhardt, 1989). Oleh karena itu, besarnya ukuran dewan komisaris diprediksi mampu mengurangi kecenderungan dari para manajer untuk berperilaku oportunistik, serta memperjuangkan kepentingan dari para pemegang saham. Adapun, tindakan yang dapat dilakukan dalam hal ini adalah menambah komposisi hutang dalam struktur modal perusahaan sehingga dapat mencapai atau mendekati tingkat optimal.

Hasil pengujian terhadap hipotesis 1c menunjukkan bahwa pengaruh *boards size* terhadap *debt to assets ratio* ditunjukkan dengan nilai koefisien regresi 0,022 dengan nilai *critical ratio* (c.r.) sebesar 1,648 dan nilai *sig-t* sebesar 0,099, yang berarti suatu pengaruh yang positif dan signifikan pada tingkat $\alpha = 10,00\%$. Dengan demikian, berdasarkan pada hasil pengujian secara empiris, maka hipotesis 1c dinyatakan **dapat diterima**. Temuan ini tentunya mendukung pendapat Jensen (1993), Lipton dan Lorsch (1992), dan Allen dan Gale (2001) dalam Beiner, Drobetz, Schmid dan Zimmermann (2003), yang berpendapat bahwa ukuran dewan komisaris merupakan bagian *corporate governance* internal yang penting. *Corporate governance* merupakan struktur dan mekanisme pengendalian untuk mengatur dan mengelola perusahaan dengan maksud untuk meningkatkan kemakmuran dan akuntabilitas perusahaan, yang tujuan akhirnya adalah untuk mewujudkan *shareholders value* (Monk dan Minow, 2001).

5.2.2 Pembahasan Hasil Pengujian Pengaruh *Institutional Ownership*, *Boards Independent*, dan *Boards Size* terhadap *Systematic Risk*.

Hipotesis 2 dalam penelitian ini adalah menyangkut tentang pengaruh dari struktur *corporate governance*, yang diproksi dengan *institutional ownership*, *boards independent*, dan *boards size* terhadap perilaku oportunistik manajerial yang diproksi dengan *systematic risk*. Selanjutnya, hipotesis 2 ini diuraikan menjadi tiga sub hipotesis yang mengikutinya dan yang telah diuji secara empiris. Pembahasan hasil pengujian terhadap ketiga hipotesis tersebut dipaparkan sebagai berikut:

5.2.2.1 Pembahasan Hasil Pengujian Hipotesis 2a:

Hipotesis 2a ini menyatakan bahwa *institutional ownership* berpengaruh positif terhadap *systematic risk*. Pernyataan hipotesis ini diajukan dengan merujuk kepada teori keagenan yang menyatakan bahwa secara umum pemilik mempunyai kecenderungan untuk mengambil risiko yang relatif lebih tinggi dibandingkan dengan manajer. Saunders et al. (1990) menyatakan bahwa pemilik mempunyai perilaku *risk taking* yang lebih tinggi dibandingkan manajer. Perilaku oportunistik manajerial dalam perspektif teori keagenan menyatakan bahwa manajer termotivasi untuk menanamkan modalnya pada aspek pertumbuhan dan penurunan risiko melalui diversifikasi walaupun tindakan tersebut tidak meningkatkan kesejahteraan pemegang saham (Marris, 1964; dan Amihud dan Lev, 1981 dalam Bethel dan Julia, 1993).

Hasil pengujian terhadap hipotesis 2a menyatakan bahwa pengaruh variabel *institutional ownership* terhadap variabel *systematic risk* ditunjukkan dengan nilai koefisien sebesar 0,018, suatu arah koefisien yang relevan atau sesuai dengan pernyataan hipotesis. Tetapi, hasil pengujian terhadap hubungan kausalitas ini tidak menemukan cukup bukti untuk dapat menerima hipotesis 2a ini, karena hasil analisis hanya menunjukkan nilai *critical ratio* (c.r.) sebesar 0,192 dengan nilai *sig-t* sebesar 0,848, yang berarti suatu pengaruh yang positif tetapi tidak signifikan. Dengan demikian, berdasarkan pada hasil pengujian secara empiris, maka hipotesis 2a dinyatakan ditolak atau **tidak dapat diterima**.

Hasil pengujian hipotesis 2a di atas, ternyata tidak menemukan cukup bukti untuk dapat menerima penjelasan teori keagenan yang didukung oleh hasil penelitian

Saunders et al. (1990) yang menyatakan bahwa secara umum pemilik mempunyai kecenderungan untuk mengambil risiko yang relatif lebih tinggi dibandingkan dengan manajer. Demikian pula halnya, hasil pengujian terhadap hipotesis 2a ini juga tidak menemukan cukup bukti untuk menerima hasil studi dari Classens et al. (1999) dan Fitri dan Mamduh (2003) yang menyatakan bahwa risiko mempunyai hubungan negatif dan signifikan terhadap kepemilikan institusional.

5.2.2.2 Pembahasan Hasil Pengujian Hipotesis 2b:

Anggota dewan komisaris independen (*boards independent*) sebagai salah satu proksi dari struktur dan mekanisme *corporate governance* internal diharapkan mampu merepresentatifkan keinginan dari para pemegang saham. Sebagaimana telah dikemukakan sebelumnya, bahwa menurut teori keagenan para pemilik mempunyai kecenderungan untuk mengambil risiko relatif lebih tinggi dibandingkan dengan manajer. Hal ini sejalan dengan apa yang dikemukakan oleh Saunders et al. (1990), bahwa pemilik mempunyai perilaku *risk taking* yang lebih tinggi dibandingkan manajer. Berdasarkan pada uraian teori keagenan dan hasil penelitian Saunders et al. (1990) di atas, maka Hipotesis 2b ini diajukan. Hipotesis ini menyatakan bahwa besarnya komposisi anggota dewan komisaris independen berpengaruh positif terhadap tingkat *systematic risk*. Dengan demikian, pernyataan hipotesis ini digunakan untuk menguji efektivitas dari komposisi anggota dewan komisaris independen dalam mencegah para manajer untuk berperilaku oportunistik, yang dalam model penelitian empiris ini diproksi dengan tingkat *systematic risk*.

Hasil pengujian terhadap hipotesis 2b ini menyatakan bahwa pengaruh *boards independent* terhadap *systematic risk* ditunjukkan dengan nilai koefisien sebesar -0,175, suatu arah koefisien yang sebaliknya dengan pernyataan hipotesis. Hasil pengujian terhadap hubungan kausalitas ini menunjukkan nilai *critical ratio* (c.r.) sebesar -1,001 dengan nilai *sig-t* sebesar 0,317, yang berarti suatu pengaruh negatif yang tidak signifikan. Dengan demikian, berdasarkan pada hasil pengujian secara empiris, maka hipotesis 2b dinyatakan ditolak atau **tidak dapat diterima**. Hasil pengujian hipotesis ini tentunya tidak mendukung teori keagenan yang memprediksi bahwa pemilik perusahaan, yang diwakili oleh *boards independent* sebagai proksi dari struktur dan mekanisme *corporate governance*, mempunyai kecenderungan untuk mengambil risiko yang relatif lebih tinggi dibandingkan para manajer perusahaan (Jensen, 1986; Saunders et al., 1990; dan Lane, et al. 1998).

Hasil pengujian hipotesis ini juga tidak menemukan cukup bukti untuk mendukung Van Horne dan Wachowicz (1997) yang menyatakan bahwa para manajer pada umumnya bersifat *risk averse*. Van Horne dan Wachowicz (1997) menyatakan implikasi sifat *risk averse* dari para manajer adalah bahwa proyek investasi yang berisiko lebih tinggi harus menawarkan tingkat pengembalian yang diharapkan jauh lebih tinggi dibandingkan dengan investasi yang kurang berisiko.

5.2.2.3 Pembahasan Hasil Pengujian Hipotesis 2c:

Hipotesis 2c menyatakan bahwa ukuran dewan komisaris (*boards size*) berpengaruh positif terhadap tingkat risiko bisnis perusahaan. Pernyataan hipotesis ini digunakan untuk menguji efektivitas dari *boards size* sebagai salah satu proksi dari

struktur dan mekanisme *corporate governance* internal dalam mencegah kecenderungan para manajer untuk berperilaku oportunistik, yang diproksi dengan *systematic risk*. Selanjutnya, dapat dikemukakan bahwa ada dua kondisi yang melatarbelakangi pernyataan hipotesis ini. **Pertama**, bahwa ukuran dewan komisaris merupakan bagian dari struktur dan mekanisme *corporate governance* (Jensen, 1993; Lipton dan Lorsch, 1992; dalam Beiner, Drobetz, Schmid dan Zimmermann, 2003), khususnya *internal corporate governance* (Eisenhardt, 1989). **Kedua**, bahwa para manajer sebagai agen dari pemilik perusahaan mempunyai kecenderungan untuk berperilaku oportunistik. Perilaku oportunistik ini ditunjukkan terutama dengan cara lebih memilih investasi pada proyek-proyek yang berisiko rendah, walaupun proyek itu mempunyai NPV negatif (Crutchley dan Hansen, 1989). Lebih jauh, Crutchley dan Hansen (1989) menyatakan bahwa terdapat perbedaan keputusan investasi antara investor dan manajer, dimana para investor lebih memilih proyek dengan risiko tinggi dan laba yang tinggi tetapi manajemen lebih memilih proyek investasi yang berisiko rendah untuk melindungi posisi pekerjaan mereka.

Hasil pengujian terhadap hipotesis 2c ini menyatakan bahwa pengaruh *boards size* terhadap *systematic risk* ditunjukkan dengan nilai koefisien sebesar 0,021, suatu arah koefisien yang sesuai dengan pernyataan hipotesis. Hasil pengujian terhadap hubungan kausalitas ini menunjukkan nilai *critical ratio* (c.r.) sebesar 1,713 dengan nilai *sig-t* sebesar 0,087, yang berarti suatu pengaruh yang positif dan signifikan pada tingkat $\alpha = 10,00\%$. Berdasarkan pada hasil pengujian secara empiris,

maka hipotesis 2c dinyatakan **dapat diterima**. Dengan demikian, hasil penelitian ini menemukan cukup bukti untuk mendukung bahwa ukuran dewan komisaris (*boards size*), sebagai proksi dari struktur dan mekanisme *corporate governance* internal, mampu mengatasi kecenderungan dari para manajer untuk berperilaku oportunistik yang diproksi dengan *systematic risk*. Dengan demikian, besarnya ukuran dewan komisaris yang dimiliki perusahaan-perusahaan yang menjadi sampel dalam penelitian ini, telah mampu mendorong para manajer untuk melakukan investasi pada proyek-proyek yang lebih berisiko sebagai konsekuensi dari investasi-investasi pada proyek yang lebih menguntungkan.

5.3 Pembahasan Hasil Pengujian Pengaruh Perilaku Oportunistik Manajerial Terhadap Kebijakan Dividen dan Mediasi Profitabilitas

Pembahasan terhadap hasil pengujian sub model pertama dari model penelitian empiris 2 ini akan diuraikan menjadi tiga bagian, yaitu sebagai berikut: 1) pembahasan hasil pengujian pengaruh perilaku oportunistik manajerial terhadap profitabilitas; 2) pembahasan hasil pengujian pengaruh perilaku oportunistik manajerial dan profitabilitas terhadap kebijakan dividen; 3) pembahasan hasil pengujian pengaruh mediasi profitabilitas dalam hubungan kausalitas antara perilaku oportunistik manajerial dan kebijakan dividen.

Perilaku oportunistik manajerial dalam sub model penelitian empiris ini diproksi dengan *Debt To Assets Ratio* (DAR), *Firm Size* (SIZE) dan *Systematic Risk* (RISK), kebijakan dividen diproksi dengan *Dividend Payout Ratio* (DPR), dan profitabilitas diproksi dengan *Return on Equity* (ROE). Dengan demikian,

pembahasan terhadap hasil pengujian sub model penelitian empiris ini adalah merupakan pembahasan hasil pengujian secara empiris untuk tiga hipotesis dari penelitian ini, yaitu hipotesis 3 sampai dengan hipotesis 5. Berikut adalah pembahasan terhadap hasil pengujian ketiga hipotesis tersebut.

5.3.1 Pembahasan Hasil Pengujian Pengaruh *Debt to Assets Ratio*, *Firm Size* dan *Systematic Risk* terhadap *Return on Equity*

Hipotesis 3 merupakan hubungan kausalitas antara variabel-variabel yang menjadi proksi dari perilaku oportunistik manajerial dan variabel yang menjadi proksi dari profitabilitas. Tepatnya, hipotesis 3 ini adalah menyangkut tentang perilaku oportunistik manajerial, yang diproksi dengan *Debt to Asset Ratio* (DAR), *Firm Size* (SIZE), dan *Systematic Risk* (RISK) pengaruhnya terhadap tingkat profitabilitas diproksi dengan *Return on Equity* (ROE). Selanjutnya, terhadap hipotesis 3 ini diuraikan menjadi tiga sub hipotesis yang mengikutinya dan yang telah diuji secara empiris. Pembahasan terhadap hasil pengujian ketiga hipotesis tersebut dipaparkan sebagai berikut:

5.3.1.1 Pembahasan Hasil Pengujian Hipotesis 3a:

Hipotesis 3a menyatakan bahwa *debt to assets ratio* berpengaruh positif terhadap *return on equity* yang dicapai perusahaan. Pernyataan hipotesis ini dirumuskan dengan merujuk kepada pendapat Jensen (1986), Klein et al. (2002) dan Mao (2003) yang menyatakan bahwa hutang dapat digunakan untuk mengendalikan penggunaan *free cash flow* yang berlebihan yang cenderung digunakan oleh manajer pada proyek-proyek investasi dengan NPV negatif, menyebabkan ketidak-efisienan

dalam pengelolaan perusahaan oleh manajemen. Grossman dan Hart (1992) dan Chyntia (2003) menjelaskan bahwa hutang dapat menciptakan suatu insentif bagi para manajer untuk bekerja lebih keras dan membuat keputusan investasi yang lebih baik. Pemenuhan kebutuhan dana untuk menambah modal baru melalui hutang, membuat manajer harus lebih berhati-hati dalam menggunakannya.

Studi sebelumnya yang dilakukan Crutchley dan Hansen (1989) menyatakan bahwa tingkat hutang yang terlalu tinggi akan membuat perusahaan menanggung biaya keagenan hutang, terutama dalam bentuk *risk shifting incentive*, yaitu bahwa dengan meningkatnya hutang maka para pemegang saham akan mempunyai kecenderungan untuk memilih proyek-proyek yang lebih berisiko. Jensen (1986) menyatakan bahwa terdapat hubungan positif antara *leverage* dengan *profitability* jika pasar dapat mengontrol perusahaan secara efektif. Sebaliknya, jika pasar dalam mengontrol perusahaan adalah tidak efektif, maka akan terdapat hubungan negatif antara *profitability* dengan tingkat *leverage* perusahaan.

Kesuksesan organisasi untuk mendapatkan dana internal atau eksternal adalah tergantung pada integrasi faktor makro dan mikro sebagai variabel kontingensi, pandangan ini disebut dengan pendekatan kontingensi (Vonderemberse dan Jayaram, 2005 dalam Lumbantobing, 2008). Pandangan kontingensi berusaha memahami berbagai hubungan di dalam dan di antara organisasi dengan lingkungannya (Kast dan Rosenzweig, 2002). Hubungan antara lingkungan industri dan struktur modal dalam praktek bisnis dapat ditunjukkan dengan adanya perusahaan-perusahaan besar yang memiliki akses yang kuat di pasar modal untuk memperoleh dana eksternal dan

keputusan struktur modalnya dapat mempengaruhi keputusan *leverage* dan keputusan investasi perusahaan kompetitor (Lumbantobing, 2008).

Rata-rata tingkat *leverage*, yang diproksi dengan *debt to assets ratio*, dari perusahaan-perusahaan yang menjadi anggota sampel dalam penelitian ini, seperti dapat diketahui pada statistik deskriptif, adalah 44%. Sedangkan, rata-rata tingkat *leverage* seluruh perusahaan manufaktur baik yang membayar maupun yang tidak membayar dividen dari tahun 2000 sampai tahun 2007, seperti dapat diketahui pada fenomena bisnis, berturut-turut adalah 47% dan 61%. Berdasarkan data pada statistik deskriptif dan fenomena bisnis, dapat diketahui bahwa tingkat *leverage* dari perusahaan-perusahaan yang menjadi anggota sampel dalam penelitian ini adalah masih ada di bawah rata-rata tingkat industrinya. Dengan demikian, masih dimungkinkan bahwa kenaikan pada tingkat *leverage* dari perusahaan-perusahaan ini adalah sebagai upaya untuk mencapai struktur modal optimal yang ditargetkan.

Hasil pengujian secara empiris terhadap hipotesis 3a ini menyatakan bahwa pengaruh *debt to assets ratio* terhadap *return on equity* ditunjukkan dengan nilai koefisien sebesar 3,024, suatu nilai koefisien yang cukup besar dengan arah yang sesuai dengan pernyataan hipotesis. Namun demikian, hasil pengujian terhadap hubungan kausalitas ini tidak menemukan cukup bukti untuk dapat menerima hipotesis ini, karena hanya memiliki nilai *critical ratio* (c.r.) sebesar 0,764 dengan nilai *sig-t* sebesar 0,445, yang berarti suatu pengaruh yang positif dan tidak signifikan. Dengan demikian, berdasarkan pada hasil pengujian secara empiris tersebut, maka hipotesis 3a dinyatakan **tidak dapat diterima**.

Hasil penelitian ini tidak menemukan cukup bukti untuk mendukung temuan atau hasil penelitian dari DeAngelo dan Masulis (1980), Strebulaev (2003), dan Gaud et al. (2005) yang menunjukkan bahwa terdapat suatu hubungan yang positif antara tingkat *leverage* dan tingkat profitabilitas yang dicapai perusahaan. Demikian pula halnya, hasil penelitian ini tidak menemukan cukup bukti untuk mendukung hasil penelitian sebelumnya yang dilakukan oleh Myers dan Majluf (1984), Klein et al. (2002), dan Akhtar (2005) yang menemukan bukti bahwa terdapat hubungan negatif antara tingkat *leverage* dan *profitability*.

5.3.1.2 Pembahasan Hasil Pengujian Hipotesis 3b:

Hipotesis 3b menyatakan bahwa ukuran perusahaan (*firm size*) berpengaruh positif terhadap *return on equity* yang dicapai perusahaan. Pernyataan hipotesis ini dirumuskan dengan merujuk kepada Jensen (1986) yang berargumen bahwa manajer pada perusahaan publik memiliki insentif untuk melakukan ekspansi perusahaan melebihi ukuran optimal, meskipun ekspansi tersebut dilakukan pada proyek yang memiliki *net present value* (NPV) negatif. Sejalan dengan itu, Brigham dan Houston (2001) menyatakan bahwa tujuan utama para manajer adalah memaksimalkan besarnya perusahaan, karena dengan menciptakan perusahaan yang tumbuh cepat dan besar, maka para manajer (i) dapat meningkatkan keamanan akan pekerjaan mereka, karena kecil kemungkinan perusahaan akan diambil alih secara paksa, (ii) dapat meningkatkan jabatan, status, dan gaji mereka, serta (iii) dapat meningkatkan kesempatan bagi manajer tingkat bawah dan menengah.

Jensen (1986) dan Kallapur (1994) menyatakan bahwa kecenderungan tindakan manajer untuk menggunakan *free cash flow* dalam aktivitas *overinvestment* didasarkan pada pemikiran sebagai berikut: 1) *cash retention* memberikan manajer suatu kewenangan bahwa manajer akan rugi bila perusahaan sering kali melakukan penerbitan saham kepada pasar dalam rangka membiayai investasinya; 2) meningkatnya ukuran perusahaan akan mendorong *prestige* dan gaji bagi manajer; dan 3) kecenderungan perusahaan untuk memberikan *reward* kepada manajer *level* menengah dalam bentuk promosi jabatan daripada bonus uang, sehingga akan terjadi bias pada pertumbuhan perusahaan. Michaely dan Robert (2006) menyatakan bahwa secara alami, semakin banyak *free cash flow* yang dimiliki dan sementara itu kesempatan untuk bertumbuhnya perusahaan relatif kecil, hal ini akan mendorong peningkatan masalah *free cash flow*.

Rancangan tentang mekanisme pengawasan korporasi yang efektif untuk membuat para manajer bertindak dalam kepentingan terbaik bagi para pemegang saham telah menjadi perhatian utama dalam wilayah dari *corporate governance* dan keuangan (Allen dan Gale, 2001), dan berlanjutnya penelitian pada teori keagenan adalah usaha untuk merancang suatu kerangka kerja yang tepat untuk mengontrol itu (Bonazzi dan Islam, 2007). *Corporate governance* merupakan mekanisme pengendalian untuk mengatur dan mengelola perusahaan dengan maksud untuk meningkatkan kemakmuran dan akuntabilitas perusahaan, yang tujuan akhirnya untuk mewujudkan *shareholders value* (Monk dan Minow, 2001). Dengan demikian, apabila tidak terjadi *agency problem*, hal ini menjadikan kepentingan manajer dengan

pemegang saham adalah benar-benar sejalan, dan oleh karenanya manajer akan mendistribusikan seluruh *free cash flow* kepada *shareholders* (Mann dan Neil, 1991).

Hasil pengujian secara empiris terhadap hipotesis 3b ini menyatakan bahwa pengaruh *firm size* terhadap *return on equity* ditunjukkan dengan nilai koefisien sebesar 0,055, suatu nilai koefisien dengan arah yang sesuai dengan pernyataan hipotesis. Namun demikian, hasil pengujian terhadap hubungan kausalitas ini tidak menemukan cukup bukti untuk dapat menerima hipotesis ini, karena hanya memiliki nilai *critical ratio* (c.r.) sebesar 0,094 dengan nilai *sig-t* sebesar 0,925, yang berarti suatu pengaruh yang positif tetapi tidak signifikan. Dengan demikian, berdasarkan pada hasil pengujian empiris yang telah dilakukan, maka hipotesis 3b dinyatakan **tidak dapat diterima**.

Hasil penelitian ini tidak menemukan cukup bukti untuk mendukung temuan penelitian sebelumnya yang dilakukan Hall dan Weiss (1967) dan Marachi (2001) yang menyatakan bahwa ukuran perusahaan memiliki hubungan negatif dengan perilaku oportunistik manajerial. Mereka menemukan bukti bahwa para manajer perusahaan yang lebih besar kurang memiliki dorongan untuk berperilaku oportunistik dibandingkan perusahaan-perusahaan kecil, karena perusahaan besar dipandang lebih kritis oleh pemegang saham dan pihak luar. Perusahaan besar memiliki basis investor yang lebih besar, sehingga mendapat tekanan yang lebih kuat untuk menyajikan pelaporan keuangan yang dapat dipercaya. Demikian pula halnya hasil penelitian ini tidak menemukan cukup bukti untuk mendukung hasil studi Marcus (1969) menemukan suatu hubungan negatif antara ukuran perusahaan dengan

tingkat profitabilitas. Hasil studi Moses (1997) yang mengemukakan bahwa manajer dari perusahaan yang lebih besar memiliki dorongan yang lebih besar untuk berperilaku oportunistik, dengan cara melakukan manajemen laba, dibandingkan dengan perusahaan kecil, karena memiliki biaya politik yang lebih besar.

5.3.1.3 Pembahasan Hasil Pengujian Hipotesis 3c:

Hipotesis 3c menyatakan bahwa *systematic risk* berpengaruh positif terhadap *return on equity* yang dicapai perusahaan. Pernyataan hipotesis ini dirumuskan dengan merujuk kepada teori keagenan yang memprediksi bahwa pemilik perusahaan mempunyai kecenderungan untuk mengambil risiko yang relatif lebih tinggi dibandingkan manajer perusahaan (Jensen, 1986 dan Lane, et al. 1998). Saunders et al. (1990) menyatakan bahwa pemilik mempunyai perilaku *risk-taking* yang lebih tinggi dibandingkan dengan manajer. Perbedaan keputusan investasi antara investor dan manajer adalah bahwa investor lebih memilih proyek dengan risiko tinggi dan laba yang tinggi tetapi manajemen lebih memilih proyek berisiko rendah untuk melindungi posisi pekerjaan mereka (Crutchley dan Hansen, 1989).

Namun demikian, apabila tidak terjadi *agency problem* yang berarti manajer tidak berperilaku oportunistik, maka para manajer akan melakukan investasi hanya pada proyek-proyek yang menguntungkan atau proyek-proyek yang mempunyai *net present value* positif. Oleh karena itu, perusahaan harus menanggung tingkat risiko yang relatif tinggi, karena dalam teori manajemen keuangan ada *trade-off* antara tingkat risiko dan *return*, yaitu jika risiko suatu investasi lebih tinggi, maka *return* yang diharapkan juga tinggi. Dengan demikian, investasi pada proyek-proyek yang

menguntungkan yang berarti investasi pada proyek-proyek yang berisiko itu, pada gilirannya akan meningkatkan kemampulabaan (rentabilitas) perusahaan.

Hasil pengujian secara empiris terhadap hipotesis 3c ini menyatakan bahwa pengaruh *systematic risk* terhadap *return on equity* ditunjukkan dengan nilai koefisien sebesar 11,770, suatu nilai koefisien yang cukup besar dengan arah yang sesuai dengan pernyataan hipotesis. Hasil pengujian terhadap hubungan kausalitas ini menemukan cukup bukti untuk dapat menerima hipotesis ini, karena hasil analisis menunjukkan nilai *critical ratio* (c.r.) sebesar 2,753 dengan nilai *sig-t* sebesar 0,006, yang berarti suatu pengaruh yang positif dan signifikan pada tingkat $\alpha = 1,00\%$. Dengan demikian, berdasarkan pada hasil pengujian empiris yang telah dilakukan, maka hipotesis 3c dinyatakan **dapat diterima**.

Temuan ini menunjukkan bahwa manajer dari perusahaan-perusahaan yang menjadi sampel dalam penelitian ini mempunyai tujuan yang sejalan dengan para pemegang saham, atau dengan kata lain para manajer tidak menunjukkan perilaku oportunistiknya. Hasil penelitian ini adalah sejalan dengan Mann dan Neil (1991) yang mengungkapkan bahwa apabila tindakan manajer sesuai dengan harapan investor, maka tidak terjadi masalah keagenan. Temuan ini adalah juga sejalan dengan hasil pengujian untuk hipotesis 2c yang menerima pernyataan bahwa ukuran dewan komisaris (*boards size*) merupakan bagian dari struktur dan mekanisme *corporate governance* internal (Eisenhardt, 1989; Jensen, 1993; Lipton dan Lorsch, 1992; dan Beiner, Drobetz, Schmid dan Zimmermann, 2003). *Boards size* sebagai

salah satu proksi dari mekanisme *corporate governance* internal telah mampu mencegah perilaku oportunistik dari manajer yang diproksi dengan variabel *systematic risk*.

5.3.2 Pembahasan Hasil Pengujian Pengaruh *Debt to Assets Ratio*, *Firm Size* dan *Return on Equity* terhadap *Dividend Payout Ratio*

Hipotesis 4 merupakan hubungan kausalitas antara variabel-variabel yang menjadi proksi perilaku oportunistik manajerial dan profitabilitas dengan variabel yang menjadi proksi kebijakan dividen. Tepatnya, hipotesis 4 ini adalah menyangkut perilaku oportunistik manajerial, yang diproksi dengan *Debt to Asset Ratio* (DAR) dan *Firm Size* (SIZE), dan profitabilitas yang diproksi dengan *Return on Equity* (ROE) pengaruhnya terhadap kebijakan dividen yang diproksi dengan *Dividend Payout Ratio* (DPR). Selanjutnya hipotesis 4 ini dibagi menjadi tiga sub hipotesis yang mengikutinya dan yang telah diuji secara empiris. Pembahasan terhadap hasil pengujian ketiga hipotesis tersebut dipaparkan sebagai berikut:

5.3.2.1 Pembahasan Hasil Pengujian Hipotesis 4a:

Hipotesis 4a menyatakan bahwa *debt to assets ratio* berpengaruh positif terhadap *dividend payout ratio*. Pernyataan hipotesis ini dirumuskan dengan merujuk kepada teori keagenan yang menyatakan bahwa *agency problem* dapat diatasi dengan melakukan beberapa mekanisme kontrol, dua diantaranya adalah dengan meningkatkan pendanaan melalui hutang (Jensen, 1986) dan dengan meningkatkan *dividend payout ratio* (Crutchley dan Hansen, 1989). Adapun temuan-temuan penelitian tentang hubungan kausalitas antara variabel *leverage* dan *dividend*

payout ratio menunjukkan hasil yang simpang siur. Hasil penelitian Liu dan Hu (2005) dan Al-Malkawi (2007) menemukan hubungan yang negatif, sedangkan hasil penelitian Hedensted dan Raaballe (2007) menemukan tidak ada hubungan.

Hasil studi Frank dan Goyal (2000) menyatakan bahwa perusahaan-perusahaan besar menambah hutang untuk mendukung pembayaran dividen. Semakin tinggi tingkat hutang semakin banyak dana yang tersedia untuk membayar dividen yang lebih tinggi karena akan memberikan sinyal positif dan menyebabkan naiknya nilai perusahaan. Sejalan dengan Frank dan Goyal (2000) hasil penelitian Papadopoulos dan Charalambidis (2007) dapat mendefinisikan adanya enam faktor penentu dari *dividend payout*, keenam faktor penentu yang dimaksudkan adalah *size*, *capital structure*, *leverage*, *profitability*, *liquidity* dan *cash flow*.

Hasil pengujian secara empiris terhadap hipotesis 4a ini menyatakan bahwa pengaruh *debt to assets ratio* terhadap *dividend payout ratio* ditunjukkan dengan nilai koefisien adalah sebesar 0,074, suatu arah koefisien yang sesuai dengan pernyataan hipotesis. Hasil pengujian terhadap hubungan kausalitas ini menemukan cukup bukti untuk dapat menerima hipotesis, karena hasil analisis menunjukkan nilai *critical ratio* (c.r.) sebesar 1,718 dengan nilai *sig-t* sebesar 0,086, suatu pengaruh yang positif dan signifikan pada tingkat $\alpha = 10\%$, yang berarti bahwa berdasarkan pada hasil pengujian empiris yang telah dilakukan, maka hipotesis 4a dinyatakan **dapat diterima**. Dengan demikian hasil penelitian ini adalah sejalan dengan pendapat Jensen (1991, dalam Bethel dan Julia, 1993) yang menyatakan bahwa jumlah kas

yang ada di tangan manajer dapat dikurangi dengan menerbitkan hutang baru yang hasilnya untuk dibayarkan kepada pemegang saham dalam bentuk dividen khusus atau pembelian kembali saham yang beredar.

5.3.2.2 Pembahasan Hasil Pengujian Hipotesis 4b:

Hipotesis 4b menyatakan bahwa ukuran perusahaan (*firm size*) berpengaruh positif terhadap *dividend payout ratio*. Pernyataan hipotesis ini dirumuskan dengan merujuk kepada hasil studi Dickens, Casey, dan Newman (2002) yang menemukan bukti di U.S. bahwa bank-bank yang berukuran besar, dan mungkin mempunyai biaya kebangkrutan yang lebih rendah, membayar *dividends* lebih tinggi, temuan ini sejalan dengan hasil penelitian sebelumnya yang dilakukan Barclay, Smith, and Watts (1995) pada perusahaan-perusahaan manufaktur di U.S. Naceur, Goaiied, dan Belanes (2006) menemukan bukti di Tunisia bahwa *firm size* berpengaruh positif dan signifikan terhadap *dividend yield*. Denis dan Osobov (2007) menemukan bukti di enam negara U.S..A, Kanada, *United Kingdom*, Jerman, Prancis dan Jepang, bahwa dividen, yang diukur dengan *dummy variable*, dipengaruhi oleh *firm size*.

Hasil pengujian secara empiris terhadap hipotesis 4b ini menyatakan bahwa pengaruh *firm size* terhadap *dividend payout ratio* ditunjukkan dengan nilai koefisien sebesar -0,005, suatu arah koefisien yang tidak sesuai dengan pernyataan hipotesis. Hasil pengujian terhadap hubungan kausalitas ini menunjukkan nilai *critical ratio* (c.r.) sebesar -0,747 dengan nilai *sig-t* sebesar 0,455, yang berarti suatu pengaruh yang negatif dan tidak signifikan. Dengan demikian, berdasarkan pada hasil pengujian empiris tersebut, maka hipotesis 4b dinyatakan **tidak dapat diterima**.

Temuan ini ternyata tidak menemukan bukti untuk mendukung hasil penelitian Papadopoulos dan Charalambidis (2007) di *Athens Stock Exchange* yang menemukan bukti bahwa *firm size* adalah berpengaruh positif dan signifikan terhadap pembayaran dividen tunai. Hasil penelitian Al-Malkawi (2007) yang menemukan bukti di Jordania bahwa *firm size* berpengaruh positif terhadap *dividend yield*. Demikian pula halnya, temuan ini tidak menemukan cukup bukti untuk mendukung hasil penelitian Hedensted dan Raaballe (2007) yang menyimpulkan bahwa kemurahan hati dari perusahaan-perusahaan di Denmark dalam pembayaran dividen adalah secara negatif berhubungan dengan *firm size*. Hasil penelitian Naceur, Goaied, dan Belanes (2006) menemukan bukti di Tunisia bahwa *firm size* berpengaruh negatif dan signifikan terhadap *dividend yield*.

5.3.2.3 Pembahasan Hasil Pengujian Hipotesis 4c:

Hipotesis 4c merupakan hubungan kausalitas antar variabel yang menjadi proksi dari tingkat profitabilitas dan variabel yang menjadi proksi dari kebijakan dividen. Dengan demikian, hipotesis 4c ini menyatakan bahwa variabel *return on equity* berpengaruh positif terhadap variabel *dividend payout ratio*. Pernyataan hipotesis ini dirumuskan dengan merujuk kepada hasil-hasil studi dari Pruitt and Gitman (1991), DeAngelo dan Skinner (1992), Fama and French (2001), Naceur, Goaied, dan Belanes (2006) yang menemukan bukti bahwa *profitability* berpengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan dividen. Hedensted dan Raaballe (2007) menyimpulkan bahwa kemurahan hati dari perusahaan-perusahaan di Denmark dalam pembayaran dividen adalah secara positif berhubungan dengan *return on equity*.

Hasil pengujian hipotesis 4c menyatakan bahwa pengaruh *return on equity* terhadap *dividend payout ratio* ditunjukkan dengan nilai koefisien sebesar 0,002, suatu arah koefisien yang relevan dengan pernyataan hipotesis. Hasil pengujian menunjukkan nilai *critical ratio* (c.r.) sebesar 2,709 dengan nilai *sig-t* sebesar 0,007, suatu pengaruh positif dan signifikan pada tingkat $\alpha = 1\%$. Dengan demikian, berdasarkan hasil pengujian empiris yang telah dilakukan maka hipotesis 4c dinyatakan **dapat diterima**. Dengan demikian, hasil penelitian ini tentunya sangat mendukung temuan dari Al-Malkawi (2007) di Jordania dan Denis dan Osobov (2007) yang menemukan bukti di enam negara yaitu; U.S.A., Kanada, *United Kingdom*, Jerman, Prancis dan Jepang, bahwa *profitability* berpengaruh positif dan signifikan terhadap pembayaran dividen.

5.3.3 Pembahasan Hasil Pengujian Pengaruh Mediasi *Return on Equity* terhadap Hubungan Perilaku Oportunistik Manajerial dan Kebijakan Dividen

Pengujian terhadap hipotesis 5 ini adalah untuk mengetahui bagaimana variabel-variabel yang menjadi proksi dari perilaku oportunistik manajerial (*debt to assets ratio* dan *firm size*) berpengaruh terhadap *dividend payout ratio*, apakah secara langsung ataukah melalui *return on equity* sebagai variabel intervening. Selanjutnya, terhadap hipotesis 5 ini telah diuraikan menjadi dua sub hipotesis yang mengikutinya dan yang telah diuji secara empiris. Pembahasan terhadap hasil pengujian ketiga sub hipotesis tersebut dipaparkan sebagai berikut:

5.3.3.1 Pembahasan Hasil Pengujian Hipotesis 5a:

Hipotesis 5a menyatakan bahwa pengaruh *debt to assets ratio* terhadap *dividend payout ratio* dimediasi oleh *return on equity*. Hipotesis ini dirumuskan dengan alasan bahwa hasil-hasil penelitian tentang pengaruh *debt to assets ratio* terhadap *dividend payout ratio* menunjukkan hasil yang simpang siur. Hasil penelitian Liu dan Hu (2005), Al-Malkawi (2007), dan Hedensted dan Raaballe (2007) menunjukkan pengaruh yang negatif. Hasil penelitian Koch dan Shenoy (1999), Frank dan goyal (2000), dan Papadopoulos dan Charalambidis (2007), menunjukkan pengaruh yang positif. Sedangkan semua hasil penelitian tentang pengaruh *return on equity* terhadap *dividend payout ratio* menunjukkan hasil yang positif dan signifikan. Hasil-hasil penelitian tersebut diantaranya adalah Al-Malkawi (2007), Denis dan Osobov (2007), dan Hedensted dan Raaballe (2007).

Hasil pengujian secara empiris terhadap hipotesis 5a ini menunjukkan bahwa nilai koefisien pengaruh langsung *debt to assets ratio* terhadap *dividend payout ratio* adalah sebesar 0,074. Sedangkan, pengaruh *debt to assets ratio* secara tidak langsung (melalui *return on equity*) terhadap *dividend payout ratio* adalah sebesar 0,006. Hal ini menunjukkan bahwa nilai koefisien pengaruh langsung adalah lebih besar dibandingkan pengaruh tidak langsung. Dengan demikian hipotesis 5a yang menyatakan bahwa pengaruh *debt to assets ratio* terhadap *dividend payout ratio* dimediasi oleh variabel *return on equity*, **tidak dapat diterima**.

Hasil pengujian ini lebih disebabkan karena koefisien pengaruh *return on equity* terhadap *dividend payout ratio* dalam penelitian ini adalah sangat kecil yaitu

0,002. Selain itu, hasil-hasil penelitian mengenai pengaruh *debt to assets ratio* terhadap *return on equity* menunjukkan hasil yang simpang siur. Hasil penelitian DeAngelo dan Masulis (1980), Strebulaev (2003) dan Gaud et al. (2005) menunjukkan bahwa terdapat suatu hubungan yang positif antara tingkat *leverage* dengan profitabilitas perusahaan. Sedangkan hasil penelitian Myers dan Majluf (1984), Klein et al. (2002), dan Akhtar (2005) menyatakan bahwa terdapat hubungan negatif antara tingkat *leverage* dengan *profitability*.

5.3.3.2 Pembahasan Hasil Pengujian Hipotesis 5b:

Hipotesis 5b menyatakan bahwa pengaruh *firm size* terhadap *dividend payout ratio* dimediasi oleh *return on equity*. Hipotesis ini dirumuskan dengan alasan bahwa hasil-hasil penelitian tentang pengaruh *firm size* terhadap *dividend payout ratio* menunjukkan hasil yang simpang siur. Hasil penelitian Barclay, Smith, and Watts (1995) dan Naceur, Goaied, dan Belanes (2006) menunjukkan pengaruh yang negatif. Hasil penelitian Denis dan Osobov (2007), Papadopoulos dan Charalambidis (2007), dan Al-Malkawi (2007) menunjukkan pengaruh yang positif. Sedangkan semua hasil penelitian tentang pengaruh *return on equity* terhadap *dividend payout ratio* menunjukkan hasil yang positif dan signifikan.

Hasil pengujian secara empiris yang telah dilakukan terhadap hipotesis 5b ini menunjukkan bahwa nilai koefisien pengaruh langsung *firm size* terhadap *dividend payout ratio* adalah sebesar -0,005. Sedangkan, pengaruh *firm size* secara tidak langsung (melalui *return on equity*) terhadap *dividend payout ratio* adalah sebesar 0,0001, yang berarti nilai koefisien pengaruh langsung adalah lebih besar. Dengan

demikian hipotesis 5b yang menyatakan bahwa pengaruh *firm size* terhadap *dividend payout ratio* dimediasi oleh *return on equity*, **tidak dapat diterima**.

Sama halnya dengan hasil pengujian hipotesis 6a, hasil pengujian untuk hipotesis ini juga lebih disebabkan karena koefisien pengaruh *return on equity* terhadap *dividend payout ratio* dalam penelitian ini adalah sangat kecil yaitu 0,002. Selain itu, hasil-hasil penelitian tentang pengaruh *firm size* terhadap *return on equity* menunjukkan hasil yang simpang siur. Hasil penelitian Hall dan Weiss (1967) dan Marachi (2001) menunjukkan bahwa terdapat suatu hubungan yang positif antara *firm size* dengan profitabilitas perusahaan. Sedangkan hasil penelitian Marcus (1969) dan Ammar et al. (2003) menunjukkan hubungan yang negatif.

5.4 Pembahasan Hasil Pengujian Pengaruh Perilaku Oportunistik Manajerial terhadap Nilai Perusahaan yang Dimediasi oleh Profitabilitas

Pembahasan terhadap hasil pengujian sub model kedua dari model penelitian empiris 2 ini, selanjutnya diuraikan menjadi dua bagian, yaitu sebagai berikut: 1) pembahasan hasil pengujian pengaruh perilaku oportunistik manajerial dan profitabilitas terhadap nilai perusahaan; dan 2) pembahasan hasil pengujian pengaruh mediasi dari profitabilitas dalam hubungan kausalitas antara perilaku oportunistik manajerial dan nilai perusahaan.

Perilaku oportunistik manajerial dalam sub model penelitian empiris ini diproksi dengan *debt to assets ratio* dan *firm size*; profitabilitas diproksi dengan *return on equity*, dan nilai perusahaan diproksi dengan *Tobin's q*. Dengan demikian, pembahasan terhadap hasil pengujian sub model penelitian empiris ini merupakan

pembahasan hasil pengujian secara empiris untuk dua hipotesis dari penelitian ini, yaitu hipotesis 6 dan hipotesis 7. Berikut adalah pemaparan dari pembahasan terhadap hasil pengujian kedua hipotesis tersebut.

5.4.1 Pembahasan Hasil Pengujian Pengaruh *Firm Size*, *Systematic Risk*, dan *Return on Equity* terhadap *Tobin's q*

Hipotesis 6 merupakan hubungan kausalitas antara variabel-variabel yang menjadi proksi dari perilaku oportunistik manajerial dan profitabilitas dengan variabel yang menjadi proksi nilai perusahaan. Tepatnya, hipotesis 6 ini adalah menyangkut perilaku oportunistik manajerial, yang diproksi dengan *Debt to Asset Ratio* (DAR) dan *Firm Size* (SIZE), serta profitabilitas yang diproksi dengan *Return on Equity* (ROE), pengaruhnya terhadap nilai perusahaan, yang diproksi dengan *Tobin's q* (TBNSQ). Selanjutnya hipotesis 6 ini dibagi menjadi tiga sub hipotesis yang mengikutinya dan yang telah diuji secara empiris. Pembahasan terhadap hasil pengujian ketiga sub hipotesis tersebut dipaparkan sebagai berikut:

5.4.1.1 Pembahasan Hasil Pengujian Hipotesis 6a:

Perilaku oportunistik manajerial dapat ditunjukkan dengan ketertarikan manajer untuk menanamkan modal dalam rangka meningkatkan pertumbuhan dan penurunan risiko perusahaan melalui diversifikasi, walaupun mungkin hal ini tidak selalu meningkatkan kesejahteraan pemegang saham (Myers dan Majluf, 1984; Amihud dan Lev, 1981; Rao, 1992; dan Bethel dan Julia, 1993). Kondisi *overinvestment* ini dilakukan dengan menggunakan dana internal yang dihasilkan

oleh perusahaan dalam bentuk *free cash flow* (Jensen, 1986). Tetapi, apabila kepentingan manajer dengan para pemegang saham adalah benar-benar sejalan, maka tidak terjadi masalah keagenan. Hal ini diwujudkan dengan tindakan manajer yang akan mendistribusikan seluruh *free cash flow* yang ada ditangannya kepada *shareholders*, dan lebih berhati-hati dalam mengalokasikan dana yang tersedia, yaitu lebih ditujukan pada kepentingan peningkatan kesejahteraan pemegang saham (Mann dan Neil, 1991). Dengan demikian, apabila diasumsikan perilaku oportunistik manajerial itu tidak ada, sebagaimana yang digambarkan Mann dan Neil (1991), maka Hipotesis 6a diajukan dengan pernyataan bahwa ukuran perusahaan (*firm size*) berpengaruh positif terhadap nilai *Tonbin's q* yang dicapai perusahaan.

Hasil pengujian yang dilakukan terhadap hipotesis 6a adalah bahwa pengaruh *firm size* terhadap *Tobin's q* ditunjukkan dengan nilai koefisien sebesar 0,042, suatu arah koefisien yang sesuai dengan pernyataan hipotesis. Hasil pengujian terhadap hubungan kausalitas ini menunjukkan nilai *critical ratio* (c.r.) sebesar 1,834 dengan nilai *sig-t* sebesar 0,067, yang berarti suatu pengaruh yang positif dan signifikan pada tingkat $\alpha = 10\%$, dengan demikian berdasarkan pada hasil pengujian empiris yang telah dilakukan, maka hipotesis 6a dinyatakan **dapat diterima**.

Hasil pengujian secara empiris terhadap hipotesis 6a membuktikan bahwa pada perusahaan-perusahaan yang menjadi sampel dalam penelitian ini tidak menunjukkan adanya perilaku oportunistik manajerial. Hasil penelitian ini merupakan bukti yang mendukung pendapat Durnev dan Kim (1997, dalam Darmawati et al.

2006) yang menyatakan bahwa ukuran perusahaan berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Perusahaan besar cenderung menarik perhatian dan menjadi sorotan publik, sehingga akan mendorong perusahaan untuk menerapkan struktur dan mekanisme *corporate governance* yang lebih baik, dengan demikian ukuran perusahaan berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Sebaliknya, hasil penelitian ini tidak menemukan cukup bukti untuk mendukung Jensen (1986), yang berpendapat bahwa perusahaan dengan *free cash flows* yang substansial cenderung untuk mengadopsi proyek-proyek investasi dengan *net present value* yang negatif, tindakan ini mengakibatkan ukuran perusahaan menjadi besar tetapi tidak meningkatkan nilainya.

5.4.1.2 Pembahasan Hasil Pengujian Hipotesis 6b:

Hipotesis 6b menyatakan bahwa *systematic risk* berpengaruh positif terhadap nilai *Tobin's q* yang dapat dicapai perusahaan. Alasan dirumuskannya pernyataan hipotesis ini adalah bahwa konflik kepentingan antara manajer dengan pemegang saham terjadi dengan asumsi pemilik dan agen masing-masing menginginkan *return* yang tinggi terhadap proyek-proyek investasi tetapi dengan kepentingan yang berbeda terhadap risiko (Amihud dan Lev, 1981; Jensen 1986; Lane, Canella dan Lubatkin 1988). Teori keagenan memprediksi bahwa, pemilik mempunyai kecenderungan untuk mengambil risiko relatif lebih tinggi dibandingkan dengan manajer. Hal ini sejalan dengan apa yang dikemukakan oleh Saunders et al. (1990) bahwa pemilik mempunyai perilaku *risk-taking* yang lebih tinggi dibandingkan manajer.

Tetapi, jika tidak terjadi masalah keagenan antara para manajer sebagai agen dari para pemegang saham sebagai pemilik perusahaan, maka manajer tidak akan berperilaku oportunistik. Oleh karena itu, para manajer akan melakukan investasi pada proyek-proyek yang mempunyai tingkat risiko yang lebih tinggi sebagai konsekuensi untuk mendapatkan proyek-proyek investasi yang mempunyai *net present value* positif. Teori manajemen keuangan mengungkapkan adanya *trade-off* antara risiko dan *return*, yaitu jika risiko suatu investasi lebih tinggi, maka *return* yang diharapkan juga tinggi. Dengan demikian, investasi pada proyek-proyek yang menguntungkan berarti investasi pada proyek-proyek yang berisiko, dan pada gilirannya akan meningkatkan rentabilitas perusahaan. Selanjutnya, tingkat rentabilitas yang dimiliki oleh suatu perusahaan akan berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan (Ball dan Brown, 1968; Beaver, 1968; Beaver et al., 1979; Kormendi dan Lipe, 1987; Lipe 1986; Collins dan Kothari, 1989).

Hasil pengujian yang dilakukan terhadap hipotesis 6b menunjukkan bahwa nilai koefisien pengaruh *systematic risk* terhadap *Tobin's q* adalah sebesar -0,077, suatu arah koefisien yang tidak sesuai dengan pernyataan hipotesis. Tetapi, hasil pengujian terhadap hubungan kausalitas ini menunjukkan nilai *critical ratio* (c.r.) sebesar -0,427 dengan nilai *sig-t* sebesar 0,669, yang berarti suatu pengaruh negatif yang tidak signifikan, dengan demikian berdasarkan pada hasil pengujian empiris tersebut, maka hipotesis 6b dinyatakan **tidak dapat diterima**.

Hasil penelitian ini tidak menemukan cukup bukti untuk mendukung teori dan hasil-hasil penelitian yang melatar belakangi dirumuskannya hipotesisi ini. Hasil

penelitian ini juga tidak menemukan cukup bukti untuk mendukung hasil penelitian Shin dan Stulz (2000) yang dilakukan terhadap seluruh perusahaan yang tercatat di COMPUSTAT untuk periode tahun 1965 sampai dengan tahun 1992. Hasil penelitian Shin dan Stulz ini mendokumentasikan bahwa terdapat suatu hubungan yang positif antara perubahan dalam *systematic risk* dan perubahan dalam *Tobin's q*, dan terdapat suatu hubungan yang negatif antara perubahan dalam *unsystematic risk* dan perubahan dalam *Tobin's q*.

5.4.1.3 Pembahasan Hasil Pengujian Hipotesis 6c:

Hipotesis 6c merupakan hubungan kausalitas antar variabel yang menjadi proksi dari tingkat profitabilitas dan variabel yang menjadi proksi dari nilai perusahaan. Dengan demikian, hipotesis 6c ini menyatakan bahwa tingkat *return on equity* berpengaruh positif terhadap *Tobin's q*. Pernyataan hipotesis ini dirumuskan dengan merujuk kepada hasil-hasil studi dari Ball dan Brown (1968), Beaver (1968), Beaver et al. (1979), Kormendi dan Lipe (1987), Lipe (1986), Collins dan Kothari (1989) yang menemukan bukti bahwa *profitability* berpengaruh positif dan signifikan terhadap harga saham.

Hasil pengujian secara empiris terhadap hipotesis 6c menunjukkan bahwa pengaruh *return on equity* terhadap *Tobin's q* mempunyai nilai koefisien sebesar 0,021, suatu arah koefisien yang relevan dengan pernyataan hipotesis. Hasil pengujian menunjukkan nilai *critical ratio* (c.r.) sebesar 6,209 dengan nilai *sig-t* sebesar 0,000, suatu pengaruh yang positif dan signifikan pada tingkat $\alpha = 1\%$.

Dengan demikian, berdasarkan pada hasil pengujian empiris yang telah dilakukan, maka hipotesis 6c ini dinyatakan **dapat diterima**. Hasil penelitian ini mendukung temuan dari Barth et al. (1998), Collins et al. (1999), Francis dan Schipper (1999), Ely dan Waymire (1999) dan Ali dan Hwang (2000) yang menunjukkan bahwa kemampulabaan (rentabilitas) suatu perusahaan merupakan faktor yang signifikan dalam mempengaruhi harga saham.

5.4.2 Pembahasan Hasil Pengujian Pengaruh Mediasi *Return on Equity* terhadap Hubungan Perilaku Oportunistik Manajerial dan Nilai Perusahaan

Pengujian terhadap hipotesis 7 ini adalah untuk mengetahui bagaimana variabel-variabel yang menjadi proksi dari perilaku oportunistik manajerial (*firm size*, dan *systematic risk*) berpengaruh terhadap *Tobin's q*. Apakah secara langsung ataukah melalui *return on equity* sebagai variabel intervening? Selanjutnya, hipotesis 7 ini diuraikan menjadi dua sub hipotesis yang mengikutinya dan yang telah diuji secara empiris, yaitu hipotesis 7a dan 7b. Pembahasan terhadap hasil pengujian untuk kedua sub hipotesis tersebut dipaparkan sebagai berikut:

5.4.2.1 Pembahasan Hasil Pengujian Hipotesis 7a:

Hipotesis 7a ini menyatakan bahwa pengaruh *firm size* terhadap *Tobin's q* dimediasi oleh *return on equity*. Hipotesis ini dirumuskan dengan alasan bahwa hasil-hasil penelitian tentang pengaruh *firm size* terhadap *Tobin's q* menunjukkan hasil yang simpang siur. Durnev dan Kim (1997, dalam Darmawati et al. 2006) menunjukkan pengaruh yang positif. Myers dan Majluf (1984), Rao (1992), Jensen (1986) dan hasil penelitian Klapper dan Love dalam Darmawati et al. (2006)

menunjukkan pengaruh yang negatif. Sedangkan semua hasil penelitian tentang pengaruh *return on equity* terhadap *Tobin's q* menunjukkan hasil yang positif.

Hasil pengujian secara empiris terhadap hipotesis 7a menunjukkan bahwa koefisien pengaruh langsung *firm size* terhadap *Tobin's q* adalah sebesar 0,042. Sedangkan, pengaruh *firm size* secara tidak langsung (yaitu melalui *return on equity*) terhadap *Tobin's q* adalah sebesar 0,001. Hal ini berarti bahwa koefisien pengaruh langsung adalah lebih besar apabila dibandingkan dengan koefisien pengaruh tidak langsung. Dengan demikian hipotesis 7a yang menyatakan bahwa pengaruh *firm size* terhadap *Tobin's q* dimediasi oleh *return on equity*, **tidak dapat diterima**.

Hasil pengujian untuk hipotesis 7a ini lebih disebabkan karena koefisien pengaruh *return on equity* terhadap *Tobin's q* dalam penelitian ini adalah sangat kecil yaitu 0,021. Selain itu, hasil-hasil penelitian tentang pengaruh *firm size* terhadap *return on equity* menunjukkan hasil yang simpang siur. Hasil penelitian Hall dan Weiss (1967) menunjukkan bahwa terdapat suatu hubungan yang positif antara *firm size* dengan profitabilitas perusahaan. Sejalan dengan Hall dan Weiss, hasil studi Mueller (1986, dalam Gaver dan Gaver, 1993), menyatakan bahwa perusahaan besar cenderung mendominasi posisi pasar dalam industrinya, sehingga seringkali perusahaan besar lebih memiliki keunggulan kompetitif dalam mengeksplorasi kesempatan investasi, dengan kata lain dapat disimpulkan bahwa perusahaan yang bertumbuh secara signifikan merupakan perusahaan yang lebih besar karena perusahaan yang besar dianggap lebih mempunyai akses ke pasar modal sehingga lebih mudah untuk mendapatkan tambahan dana yang kemudian dapat meningkatkan

profitabilitas (Elton dan Gruber, 1970). Sedangkan hasil penelitian Marcus (1969) dan Ammar et al. (2003) menunjukkan bahwa hubungan antara *firm size* dan *profitability* adalah bersifat negatif.

5.4.2.2 Pembahasan Hasil Pengujian Hipotesis 7b:

Hasil-hasil penelitian sebelumnya tentang pengaruh *systematic risk* terhadap *Tobin's q* menunjukkan hasil yang simpang siur. Hasil studi Amihud dan Lev (1981), Jensen (1986), Lane, Canella dan Lubatkin (1988) menunjukkan pengaruh yang positif, hasil penelitian Shin dan Stulz (2000) menunjukkan pengaruh yang negatif. Sedangkan semua hasil penelitian tentang pengaruh *return on equity* terhadap *Tobin's q* menunjukkan hasil yang positif dan signifikan (Barth et al., 1998; Burgstahler dan Dichev, 1997; Collins et al., 1997; Collins et al., 1999; Francis dan Schipper, 1999; Ely dan Waymire, 1999; dan Ali dan Hwang, 2000).

Hipotesis 7b ini menyatakan bahwa pengaruh tingkat *systematic risk* terhadap *Tobin's q* dimediasi oleh *return on equity*. Hipotesis ini dirumuskan dengan latar belakang, sebagai berikut: 1) Berdasarkan hasil-hasil penelitian sebelumnya yang menghubungkan tingkat risiko dan nilai perusahaan, yang menunjukkan hasil yang simpang siur; 2) Berdasarkan pula hasil-hasil penelitian sebelumnya yang menghubungkan tingkat risiko dan profitabilitas; dan 3) Berdasarkan hasil-hasil penelitian sebelumnya yang menghubungkan profitabilitas dan nilai perusahaan.

Hasil pengujian secara empiris terhadap hipotesis 7b menunjukkan bahwa nilai koefisien pengaruh langsung *systematic risk* terhadap *Tobin's q* adalah sebesar -0,077. Sedangkan, pengaruh *systematic risk* secara tidak langsung (yaitu melalui

return on equity) terhadap *Tobin's q* adalah sebesar 0,247, yang berarti nilai koefisien pengaruh tidak langsung adalah lebih besar. Dengan demikian hipotesis 7b yang menyatakan bahwa pengaruh *systematic risk* terhadap *Tobin's q* dimediasi oleh *return on equity*, **dapat diterima**. Hasil pengujian untuk hipotesis ini lebih disebabkan karena koefisien pengaruh *systematic risk* terhadap *return on equity* adalah relatif besar, yaitu sebesar 11,617 dengan tingkat *sig-t* sebesar 0,006.

Sobel *test* telah digunakan untuk melakukan pengujian signifikansi koefisien mediasi ini. Hasil analisis melalui Sobel *test* diperoleh nilai *t* hitung sebesar 2,61035, sedangkan nilai *t* tabel dengan tingkat signifikansi 0,05 adalah sebesar 1,96, berarti nilai *t* hitung lebih besar daripada nilai *t* tabel. Dengan demikian, maka dapat disimpulkan bahwa pengaruh mediasi variabel *return on equity* terhadap hubungan kausalitas antara *systematic risk* dengan *Tobin's q* adalah signifikan.

5.5 Pembahasan Hasil Pengujian Pengaruh Struktur *Corporate Governance* terhadap Nilai Perusahaan dan Mediasi Kebijakan Dividen

Pembahasan hasil pengujian terhadap model penelitian empiris 3 ini diuraikan menjadi tiga bagian, yaitu: 1) Pembahasan untuk hasil pengujian pengaruh struktur *corporate governance* terhadap kebijakan dividen; 2) Pembahasan untuk hasil pengujian pengaruh struktur *corporate governance* dan kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan; dan 3) Pembahasan untuk hasil pengujian pengaruh mediasi kebijakan dividen dalam hubungan kausalitas antara struktur *corporate governance* dan nilai perusahaan.

Struktur *corporate governance* dalam model penelitian empiris 3 ini diproksi dengan *Institutional Ownership* (INSOWN), *Boards Independent* (BDINDT) dan *Boards Size* (BDSIZE), kebijakan dividen diproksi dengan *Dividend Payout Ratio* (DPR), dan nilai perusahaan diproksi dengan *Tobin's q* (TBNSQ). Pengujian terhadap model penelitian empiris 3 merupakan pengujian secara empiris untuk tiga hipotesis terakhir dari penelitian ini, yaitu hipotesis 8, hipotesis 9 dan hipotesis 10. Berikut adalah pembahasan hasil pengujian untuk ketiga hipotesis tersebut.

5.5.1 Pembahasan Hasil Pengujian Pengaruh *Institutional Ownership*, *Boards Independent* dan *Boards Size* terhadap *Dividend Payout Ratio*

Hipotesis 8 merupakan hubungan kausalitas antara variabel-variabel yang menjadi proksi dari struktur *corporate governance* dan variabel yang menjadi proksi dari kebijakan dividen. Dengan demikian, hipotesis 8 adalah tentang struktur *corporate governance*, yang diproksi dengan *Institutional Ownership* (INSOWN), *Boards Independent* (BDINDT) dan *Boards Size* (BDSIZE) pengaruhnya terhadap kebijakan dividen yang diproksi dengan *Dividend Payout Ratio* (DPR). Selanjutnya, hipotesis 8 ini dibagi menjadi tiga sub hipotesis yang mengikutinya dan yang telah diuji secara empiris. Pembahasan hasil pengujian untuk ketiga sub hipotesis tersebut dipaparkan sebagai berikut:

5.5.1.1 Pembahasan Hasil Pengujian Hipotesis 8a:

Hipotesis 8a menyatakan bahwa kepemilikan institusional (*institutional Ownership*) berpengaruh positif terhadap *dividend payout ratio*. Pernyataan hipotesis ini dirumuskan untuk menguji efektivitas kepemilikan institusional sebagai proksi

dari struktur dan mekanisme *corporate governance* internal dalam memperjuangkan pembayaran dividen bagi para pemegang saham. Selanjutnya, hasil pengujian terhadap hipotesis 8a ini adalah bahwa pengaruh *institutional ownership* terhadap *dividend payout ratio* ditunjukkan dengan nilai koefisien sebesar 0,128, suatu arah koefisien yang sesuai dengan pernyataan hipotesis. Hasil pengujian terhadap hubungan kausalitas ini menunjukkan nilai *critical ratio* (c.r.) sebesar 2,357 dengan nilai *sig-t* sebesar 0,018, yang berarti suatu pengaruh yang positif dan signifikan pada tingkat $\alpha = 5\%$, dengan demikian berdasarkan pada hasil pengujian empiris yang telah dilakukan, maka hipotesis 8a dinyatakan **dapat diterima**.

Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa kepemilikan institusional sebagai salah satu proksi dari struktur dan mekanisme *corporate governance* internal, efektif dalam memperjuangkan hak pemegang saham, berupa pembayaran dividen oleh perusahaan. Hasil penelitian Tandelilin dan Wilberforce (2002) menyatakan bahwa kepemilikan institusional memiliki pengaruh positif terhadap kebijakan dividen. Hasil penelitian Shleifer dan Vishny (1986), Suk (1999), Crutchley et al. (1999), Allen, Bernardo, dan Welch (2000), menemukan bukti cukup kuat bahwa pengaruh kepemilikan institusional terhadap pembayaran dividen adalah positif.

Hasil penelitian Imam dan Malik (2007) di Dhaka Stock Exchange menggunakan data tahun 2000 sampai dengan tahun 2003 menyimpulkan bahwa perusahaan-perusahaan dengan kepemilikan institusional tinggi dan perusahaan-perusahaan dengan kepemilikan yang terkonsentrasi membayar *dividend payout ratio*

tinggi. Selanjutnya, hasil penelitian ini adalah mendukung temuan Guo dan Ni (2008) yang telah melakukan studi dengan menggunakan data CRSP/COMPUSTAT antara tahun 1980 sampai dengan tahun 2002. Studi Guo dan Ni (2008) menemukan bukti yang kuat, bahwa terdapat suatu pengaruh yang positif dan signifikan dari *institutional ownership* terhadap *dividend policy*.

5.5.1.2 Pembahasan Hasil Pengujian Hipotesis 8b:

Hipotesis 8b menyatakan bahwa besarnya komposisi anggota dewan komisaris independen (*boards independent*) berpengaruh positif terhadap *dividend payout ratio*. Hipotesis ini dirumuskan untuk menguji efektivitas dari anggota dewan komisaris independen sebagai salah satu proksi dari struktur dan mekanisme *corporate governance* internal dalam memperjuangkan pembayaran dividen bagi para pemegang saham. Selanjutnya, hasil pengujian untuk hipotesis 8b ini adalah bahwa pengaruh *boards independent* terhadap *dividend payout ratio* ditunjukkan dengan nilai koefisien sebesar 0,007, suatu arah koefisien yang sesuai dengan pernyataan hipotesis. Hasil pengujian terhadap hubungan kausalitas ini menunjukkan suatu nilai *critical ratio* (c.r.) sebesar 0,066 dengan nilai *sig-t* sebesar 0,947, yang berarti suatu pengaruh yang positif tetapi tidak signifikan, dengan demikian berdasarkan pada hasil pengujian empiris yang telah dilakukan, maka hipotesis 8b dinyatakan **tidak dapat diterima**.

Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa *boards independent* sebagai salah satu proksi dari struktur *corporate governance* internal, kurang efektif dalam memperjuangkan hak pemegang saham berupa pembayaran dividen oleh perusahaan.

Hasil penelitian ini tidak mendukung temuan Kowalewski, Stetsyuk, dan Talavera (2007) yang menyatakan bahwa *dividend payouts* ditentukan oleh *boards independent* sebagai salah satu kekuatan dari *corporate governance* internal. Hasil penelitian ini juga tidak mendukung hasil studi Brunarski et al. (2004) yang menemukan bukti bahwa perusahaan-perusahaan yang secara signifikan meningkatkan dividen reguler adalah lebih memungkinkan untuk memiliki suatu proporsi yang lebih besar dari anggota independen pada dewan komisarisnya.

5.5.1.3 Pembahasan Hasil Pengujian Hipotesis 8c:

Hipotesis 8c menyatakan bahwa ukuran dewan komisaris (*boards size*) berpengaruh positif terhadap *dividend payout ratio*. Pernyataan hipotesis ini dirumuskan dengan latar belakang bahwa kebijakan dividen merupakan *agency problem* antara *insiders* dan para pemegang saham (Gomes, 1996; Fluck, 1998; dan Myers dan Majluf, 1984). Grossman dan Hart (1980) menunjukkan bahwa dividen *payouts* mengurangi konflik keagenan dengan mengurangi jumlah dari *free cash flow* yang ada ditangan para manajer, yang kecenderungannya digunakan untuk aktivitas yang tidak dalam kepentingan terbaik bagi pemegang saham.

Hasil pengujian hipotesis 8c ini adalah bahwa pengaruh *boards size* terhadap *dividend payout ratio* ditunjukkan dengan nilai koefisien sebesar -0,009, suatu arah koefisien yang tidak sesuai dengan pernyataan hipotesis. Hasil pengujian terhadap hubungan kausalitas ini menunjukkan nilai *critical ratio* (c.r.) sebesar -1,217 dengan nilai *sig-t* sebesar 0,224, yang berarti suatu pengaruh negatif dan tidak signifikan.

Dengan demikian berdasarkan pada hasil pengujian empiris yang telah dilakukan, maka hipotesis 8c dinyatakan ditolak atau **tidak dapat diterima**.

Hubungan kausalitas antara *boards size* dan *dividend payout ratio* menunjukkan arah koefisien yang negatif. Namun demikian, belum cukup bukti untuk dapat mendukung Lipton dan Lorsch (1992), Jensen (1993), Allen dan Gale (2000) dalam Beiner et al. (2003) yang menyarankan bahwa dewan komisaris yang ukurannya besar kurang efektif dibandingkan dengan dewan komisaris yang ukurannya kecil. Hasil studi yang dilakukan Yermack (1996), Beasley (1996) dan Jensen (1993) juga menyimpulkan bahwa dewan komisaris yang berukuran kecil akan lebih efektif dalam melakukan tindakan pengawasan dibandingkan dewan komisaris yang berukuran besar. Ukuran dewan komisaris yang besar dianggap kurang efektif dalam menjalankan fungsinya karena sulit dalam komunikasi, koordinasi serta dalam pembuatan keputusan.

5.5.2 Pembahasan Hasil Pengujian Pengaruh *Institutional Ownership*, *Boards Size*, dan *Dividend Payout Ratio* terhadap *Firm Value* (Tobin's q)

Hipotesis 9 merupakan hubungan kausalitas antara variabel yang menjadi proksi dari kebijakan dividen dan variabel-variabel yang menjadi proksi dari struktur *corporate governance* dengan variabel yang menjadi proksi dari nilai perusahaan. Dengan demikian, hipotesis 9 ini adalah tentang kebijakan dividen yang diproksi dengan *Dividend Payout Ratio* (DPR), dan struktur *corporate governance* yang diproksi dengan *Institutional Ownership* (INSOWN), *Boards Independent* (BDINDT), dan *Boards Size* (BDSIZE) pengaruhnya terhadap nilai perusahaan yang diproksi

dengan *Tobin's q* (TBNSQ). Selanjutnya, terhadap hipotesis 9 ini diuraikan menjadi tiga sub hipotesis yang mengikutinya dan yang telah diuji secara empiris. Adapun, pembahasan hasil pengujian yang telah dilakukan untuk ketiga sub hipotesis tersebut dipaparkan sebagai berikut:

5.5.2.1 Pembahasan Hasil Pengujian Hipotesis 9a

Hipotesis 9a ini dirumuskan dengan latar belakang teori keagenan yang menyatakan bahwa para pemegang saham dari luar (*outsiders*) mempunyai suatu preferensi terhadap dividen daripada laba ditahan (*retained earnings*), sebab *insiders* mungkin menghambur-hamburkan *cash* yang ditahan di perusahaan (Easterbrook, 1984, Jensen 1986, Myers 2000). Preferensi terhadap dividen ini bahkan lebih kuat pada *emerging markets* dengan perlindungan yang lemah terhadap investor, dan para pemegang saham menerima suatu risiko yang lebih besar terhadap pengambilalihan yang mungkin dilakukan oleh *insiders*.

Hasil pengujian yang dilakukan terhadap hipotesis 9a ini adalah bahwa pengaruh variabel *Dividend Payout Ratio* (DPR) terhadap variabel *Tobin's q* (TBNSQ) ditunjukkan dengan nilai koefisien sebesar 0,728, suatu arah koefisien yang relevan atau sesuai dengan pernyataan hipotesis 9A. Selanjutnya, hasil pengujian terhadap hubungan kausalitas ini menunjukkan nilai *critical ratio* (c.r.) sebesar 2,258 dengan nilai *sig-t* sebesar 0,024, yang berarti suatu pengaruh yang positif dan signifikan pada tingkat $\alpha = 5\%$. Dengan demikian **hipotesis 9a**, yang

menyatakan bahwa *dividen payout ratio* berpengaruh positif terhadap nilai *Tobin's q* yang dicapai perusahaan, **dapat diterima**.

Hasil penelitian ini mendukung *bird in hand theory* sebagai suatu teori relevansi dividen dari Gordon dan Lintner (1963), Long (1978) dan Sterk dan Vandenberg (1990). Hasil pengujian empiris untuk hipotesis 9a ini adalah juga menguatkan temuan Harry DeAngelo dan Linda DeAngelo (2005) dan Brav, Graham, Harvey, dan Michaely (2005) yang mendokumentasikan suatu bukti bahwa para eksekutif keuangan bersifat ragu-ragu untuk membuat perubahan besar pada kebijakan *payout ratio* karena perubahan seperti itu akan mengubah suatu pemodal dasar perusahaan dan dengan kurang baik akan mempengaruhi harga sahamnya. Penelitian Amidu (2007) di *Ghana Stock Exchange* (GSE), untuk data tahun 1997 sampai tahun 2004, temuannya adalah juga mendukung bahwa kebijakan dividen adalah relevan terhadap nilai perusahaan, yang diukur dengan *Tobin's q*.

Fenomena bisnis pada bab awal penelitian ini mengungkapkan bahwa rata-rata perusahaan manufaktur yang membayar dividen antara tahun 2000 sampai tahun 2007 adalah sebesar 30,56%, dengan rata-rata *dividend payout ratio* sebesar 35,13%. Secara garis besar, keuntungan yang tidak dibagikan itu, baik perusahaan yang membayar dividen maupun yang tidak membayar dividen, digunakan untuk meningkatkan *total assets* dan menurunkan *debt to total assets ratio*. Kebijakan penggunaan *retained earning* untuk menambah *total assets*, menjadikan *total assets turn over* kedua kelompok perusahaan tersebut secara rata-rata meningkat. Tetapi, kelompok perusahaan yang membayar dividen mengalami peningkatan rata-rata nilai

perusahaannya yang diukur dengan *Price to Book Value* sebesar 7%, sedangkan kelompok perusahaan manufaktur yang tidak membayar dividen mengalami penurunan sebesar 9%.

5.5.2.2 Pembahasan Hasil Pengujian Hipotesis 9b

Hipotesis 9b menyatakan bahwa kepemilikan institusional berpengaruh positif terhadap nilai *Tobin's q* yang dicapai perusahaan. Hipotesis ini dirumuskan dengan latar belakang bahwa masih terdapatnya tiga pandangan (hipotesis) yang berbeda terhadap hubungan antara kepemilikan institusional dengan nilai perusahaan (Pound, 1998). Ketiga pandangan tersebut adalah, pertama adalah *the efficient monitoring hypothesis*, kedua adalah *the strategic alignment hypothesis*, ketiga adalah *the conflict of interest hypothesis*. Ketiga hipotesis yang dikemukakan di atas, memberikan petunjuk secara terpisah adanya pengaruh positif dan negatif antara kepemilikan institusional dengan kinerja perusahaan. Keterpisahan tersebut pada akhirnya membawa kesimpulan pada hubungan yang tidak konsisten (*conflicting finding*) antara kepemilikan institusional dengan nilai perusahaan.

Hasil pengujian yang dilakukan terhadap hipotesis 9b ini adalah bahwa pengaruh *institutional ownership* terhadap *Tobin's q* ditunjukkan dengan nilai koefisien sebesar 0,741, suatu arah koefisien yang relevan dengan pernyataan hipotesis 9b. Selanjutnya, hasil pengujian terhadap hubungan kausalitas ini menunjukkan nilai *critical ratio* (c.r.) sebesar 3,576 dengan nilai *sig-t* sebesar 0,000, yang berarti suatu pengaruh yang positif dan signifikan pada tingkat $\alpha = 1\%$.

Dengan demikian hipotesis 9b, yang menyatakan bahwa kepemilikan institusional (*institutional ownership*) berpengaruh positif terhadap nilai *Tobin's q* yang dicapai perusahaan, **dapat diterima**.

Hasil penelitian ini menemukan cukup bukti untuk mendukung hasil penelitian Shleifer dan Vishny (1986), Clay (2002), Ovtcharova (2003), Shen, Hsu, dan Chen (2006) yang menyimpulkan bahwa perusahaan dengan kepemilikan institusional yang tinggi akan berdampak pada tingkat hasil yang tinggi pula. Hasil penelitian ini tidak menemukan cukup bukti untuk mendukung hasil penelitian dari Jennings (2002) dan Lee (2008) yang menyimpulkan bahwa terdapat hubungan positif yang lemah (tidak signifikan) antara *institutional ownership* dengan kinerja perusahaan. Sebaliknya, hasil penelitian ini bertentangan dengan hasil-hasil penelitian sebelumnya, diantaranya: Shahid (2003); Wei, Xie, dan Zhang (2005); Bhattacharya dan Graham (2007), yang menemukan bukti bahwa kepemilikan saham oleh institusional berdampak negatif terhadap kinerja atau nilai perusahaan.

5.5.2.3 Pembahasan Hasil Pengujian Hipotesis 9c

Hipotesis 9c dirumuskan untuk menguji efektivitas dari ukuran dewan komisaris (*boards size*) sebagai proksi dari struktur *corporate governance* internal dalam meningkatkan nilai perusahaan. Hipotesis ini dirumuskan dengan latar belakang bahwa penelitian mengenai dampak dari ukuran dewan komisaris terhadap nilai perusahaan sampai saat ini masih menunjukkan hasil yang beragam. Jensen (1993), Lipton dan Lorsch (1992), Yermack (1996), Eisenberg et al. (1998), Samad et al. (2008), Garg (2007), Nguyen dan Faff (2007), Tang (2007) menyimpulkan

bahwa ukuran dewan komisaris (*boards size*) berpengaruh negatif terhadap kinerja perusahaan, yang diantaranya diproksi dengan *Tobin's q*.

Hasil pengujian yang telah dilakukan terhadap hipotesis 9c ini adalah bahwa pengaruh *boards size* terhadap *Tobin's q* ditunjukkan dengan nilai koefisien regresi sebesar pengaruh 0,046, suatu arah koefisien yang relevan dengan pernyataan hipotesis 9c. Selanjutnya, hasil pengujian terhadap hubungan ini menunjukkan nilai *critical ratio* (c.r.) sebesar 1,652 dengan nilai *sig-t* sebesar 0,098, yang berarti suatu pengaruh yang positif dan signifikan pada *level* $\alpha = 10\%$. Dengan demikian **hipotesis 9c**, yang menyatakan bahwa ukuran dewan komisaris (*boards size*) berpengaruh positif terhadap nilai *Tobin's q* yang dicapai perusahaan, **dapat diterima**.

Hasil penelitian terhadap hubungan kausalitas antara variabel *boards size* dan variabel *Tobin's q* menunjukkan arah koefisien yang positif dan signifikan. Dengan demikian hasil penelitian ini cukup kuat untuk mendukung hasil studi Belkhir (2008) yang menemukan bukti adanya kecenderungan terhadap suatu hubungan positif antara *board size* dan *performance*, yang diukur dengan *Tobin's q* dan *return on assets*. Rasionalitas dari terbentuknya hubungan positif antara *boards size* dan *Tobin's q*, dapat dijelaskan bahwa berdasarkan statistik deskriptif Tabel 4.9, variabel *boards size* mempunyai nilai rata-rata 4 orang dengan standar deviasi 2 orang. Sedangkan, Garg (2007) menyarankan bahwa ukuran dewan komisaris yang ideal adalah 6 orang. Rata-rata jumlah anggota komisaris dari perusahaan-perusahaan yang terpilih menjadi sampel dalam penelitian ini masih di bawah jumlah ideal yang

disarankan, dengan demikian penambahan anggota dewan komisaris akan menjadikan kinerja perusahaan lebih baik lagi.

5.5.3 Pembahasan Hasil Pengujian Pengaruh Mediasi *Dividend Policy* Terhadap Hubungan Struktur *Corporate Governance* dan Nilai Perusahaan

Hipotesis 10 adalah mengenai struktur *corporate governance*, yang diproksi dengan *institutional ownership* dan *boards size* pengaruhnya terhadap nilai perusahaan yang diproksi dengan *Tobin's q* yang dimediasi oleh kebijakan dividen yang diproksi dengan *dividend payout ratio*. Pengujian terhadap hipotesis 10 adalah untuk mengetahui apakah variabel-variabel yang menjadi proksi dari struktur *corporate governance* (*institutional ownership* dan *boards size*) itu berpengaruh secara langsung terhadap nilai perusahaan, ataukah melalui variabel *dividend payout ratio* sebagai variabel intervening? Sebagaimana telah dikemukakan sebelumnya bahwa hipotesis 10 ini dibagi menjadi dua sub hipotesis yang mengikutinya dan yang telah diuji secara empiris. Selanjutnya, pembahasan hasil pengujian untuk kedua sub hipotesis tersebut dipaparkan sebagai berikut:

5.5.3.1 Pembahasan Hasil Pengujian Hipotesis 10a:

Hipotesis 10a menyatakan bahwa pengaruh kepemilikan institusi (*institutional ownership*) terhadap *Tobin's q* dimediasi oleh *dividend payout ratio*. Hipotesis ini dirumuskan dengan alasan bahwa hasil-hasil penelitian tentang pengaruh *institutional ownership* terhadap *Tobin's q* menunjukkan hasil yang simpang siur. beberapa hasil penelitian yang dilakukan Shleifer dan Vishny (1986), Barclay dan Holderness (1990), Clay (2002) Shen, Hsu, dan Chen (2006)

menemukan bukti bahwa *institutional ownership* berpengaruh positif terhadap *Tobin's q*. Hasil penelitian Jennings (2002) dan Lee (2008) tidak menemukan bukti adanya pengaruh *institutional ownership* terhadap *Tobin's q*. Hasil studi Bhattacharya dan Graham (2007), Wei, Xie, dan Zhang (2005), Shahid (2003), menemukan bukti bahwa *institutional ownership* berpengaruh negatif terhadap *Tobin's q*.

Sebagaimana telah dikemukakan dalam format *research gap* dan *theory gap* pada bab pertama dari disertasi ini, teori-teori yang menjelaskan hubungan antara kebijakan dividen dengan nilai perusahaan menunjukkan penjelasan yang simpang siur. Demikian pula berbagai hasil penelitian tentang pengaruh *dividend payout ratio* terhadap *Tobin's q* juga masih menunjukkan hasil yang simpang siur. Namun demikian, hasil pengujian terhadap hipotesis 9a dalam penelitian ini, yang menyatakan bahwa *dividen payout ratio* berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan (*Tobin's q*) yang dapat dicapai, adalah diterima.

Hasil pengujian secara empiris terhadap hipotesis 10a ini menunjukkan bahwa nilai koefisien pengaruh langsung *institutional ownership* terhadap *Tobin's q* adalah sebesar 0,741. Sedangkan, pengaruh *institutional ownership* secara tidak langsung (melalui *dividend payout ratio*) terhadap *Tobin's q* adalah sebesar 0,093. Kondisi ini membuktikan bahwa nilai koefisien pengaruh langsung adalah lebih besar apabila dibandingkan dengan pengaruh tidak langsungnya.. Dengan demikian hipotesis 10a yang menyatakan bahwa pengaruh *institutional ownership* terhadap *Tobin's q* dimediasi oleh variabel *dividend payout ratio*, **tidak dapat diterima**.

Hasil pengujian untuk hipotesis 10a ini lebih disebabkan karena koefisien pengaruh *institutional ownership* terhadap *dividend payout ratio* dalam penelitian ini menunjukkan nilai yang relatif kecil, yaitu 0,128. Selain itu, sebagaimana telah dikemukakan pada saat merumuskan hipotesis 8 yang ada pada penelitian ini. Menunjukkan bahwa hasil-hasil penelitian sebelumnya tentang pengaruh kepemilikan institusi (*institutional ownership*) dan ukuran dewan komisaris (*boards size*) terhadap kebijakan dividen yang diproksi dengan *dividend payout ratio* masih memperlihatkan hasil yang simpang siur.

5.5.3.2 Pembahasan Hasil Pengujian Hipotesis 10b

Hipotesis 10b menyatakan bahwa pengaruh *boards size* terhadap *Tobin's q* dimediasi oleh *dividend payout ratio*. Hipotesis ini dirumuskan dengan alasan bahwa hasil-hasil penelitian tentang pengaruh *boards size* terhadap *Tobin's q* menunjukkan hasil yang simpang siur. Beberapa hasil penelitian yang dilakukan oleh Mak dan Kusnadi (2004), Nguyen dan Faff (2007), Tang (2007) dan Samad et al. (2008) menemukan bukti adanya pengaruh yang negatif dan signifikan dari *boards size* terhadap *Tobin's q*. Temuan yang berbeda telah ditunjukkan oleh beberapa peneliti yang lain, diantaranya adalah Beiner et al. (2003), Mayur dan Saravanan (2006) dan Belkhir (2008), mereka tidak menemukan suatu hubungan yang signifikan antara ukuran dewan (*board size*) dan nilai perusahaan yang diukur dengan *Tobin's q*.

Sebagaimana telah dikemukakan dalam format *theory gap* dan *research gap* pada bab pertama dari disertasi ini, dapat diketahui bahwa teori-teori yang menjelaskan hubungan antara kebijakan dividen dengan nilai perusahaan

menunjukkan penjelasan berbeda dan simpang siur. Demikian pula berbagai temuan atau hasil penelitian yang telah dilakukan sebelumnya tentang pengaruh *dividend payout ratio* terhadap *Tobin's q* juga masih menunjukkan hasil yang simpang siur. Namun demikian, hasil pengujian terhadap hipotesis 9a dalam penelitian ini, yang menyatakan bahwa *dividen payout ratio* berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan (*Tobin's q*) yang dapat dicapai, adalah diterima.

Hasil pengujian yang telah dilakukan terhadap hipotesis mediasi ini, yaitu hipotesis 10b menunjukkan bahwa nilai koefisien pengaruh langsung variabel *boards size* terhadap variabel *Tobin's q* adalah sebesar 0,046. Sedangkan, pengaruh variabel *boards size* secara tidak langsung, yaitu melalui variabel *dividend payout ratio*, terhadap variabel *Tobin's q* adalah sebesar -0,007. Kondisi ini membuktikan bahwa nilai koefisien pengaruh langsung adalah lebih besar apabila dibandingkan dengan pengaruh tidak langsungnya. Dengan demikian hipotesis 10b yang menyatakan bahwa pengaruh *boards size* terhadap *Tobin's q* dimediasi oleh variabel *dividend payout ratio*, **tidak dapat diterima**.

Hasil pengujian yang telah dilakukan terhadap hipotesis 10b yang akhirnya menolak hipotesis mediasi ini, adalah lebih disebabkan karena koefisien pengaruh variabel *boards size* terhadap variabel *dividend payout ratio* menunjukkan nilai koefisien yang relatif kecil, yaitu sebesar -0,009. Selain itu, sebagaimana telah dikemukakan pada saat merumuskan hipotesis 8 yang ada pada penelitian ini. Perumusan hipotesis 8 menunjukkan bahwa hasil-hasil penelitian sebelumnya tentang pengaruh kepemilikan institusi (*institutional ownership*) dan ukuran dewan komisaris

(*boards size*) terhadap kebijakan dividen yang diproksi dengan *dividend payout ratio* masih memperlihatkan hasil yang simpang siur.

5.6 Kontribusi Hasil Penelitian Terhadap Upaya Pengembangan Teori dan Implementasi Kebijakan Dividen

Pengelolaan keuangan perusahaan menyangkut penyelesaian atas keputusan penting yang diambil para manajer yaitu berupa keputusan investasi, keputusan pendanaan, dan keputusan dalam menjalankan kebijakan dividen. Suatu kombinasi yang optimal atas ketiganya akan memaksimalkan nilai perusahaan. Sedangkan, dimaksudkan dengan kebijakan dividen optimal adalah suatu keputusan untuk menentukan besarnya bagian laba yang akan dibagikan kepada para pemegang saham sehingga tercipta keseimbangan antara kebutuhan dividen saat ini dan pertumbuhan dimasa mendatang yang dapat meningkatkan nilai perusahaan.

Manajer sebagai agen dari pemegang saham mempunyai kecenderungan untuk berperilaku oportunistik yang ditunjukkan dengan kegiatan-kegiatan yang hanya memenuhi kepentingan sendiri yang tidak selalu bermanfaat bagi pemegang saham, jika tidak ada insentif lain atau tidak dimonitor. Apabila ini terjadi tentunya tidak akan konsisten dengan tujuan memaksimalkan nilai perusahaan. *Corporate governance* merupakan struktur dan mekanisme pengendalian untuk mengatur dan mengelola perusahaan dengan maksud meningkatkan kemakmuran dan akuntabilitas perusahaan, yang tujuan akhirnya untuk mewujudkan *shareholders value*.

Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa kebijakan pembayaran dividen berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Kondisi ini dicapai ketika statistik deskriptif memperlihatkan rata-rata *dividend payout ratio* sebesar 22,02%, sedangkan rata-rata *dividend payout ratio* untuk seluruh perusahaan manufaktur yang membayar dividen dari tahun 2000 sampai dengan tahun 2007 adalah sebesar 35,13%. Dengan demikian, rata-rata *dividend payout ratio* dari perusahaan-perusahaan yang menjadi sampel dalam penelitian ini adalah jauh di bawah rata-rata industrinya.

Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa *debt to assets ratio* berpengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan pembayaran dividen. Kondisi ini dicapai ketika statistik deskriptif memperlihatkan rata-rata *debt to assets ratio* sebesar 44,03%, sedangkan hasil pengamatan dari tahun 2000 sampai dengan tahun 2007, menunjukkan bahwa rata-rata *debt to assets ratio* untuk seluruh perusahaan manufaktur yang membayar dividen adalah sebesar 45,25%, dan sebesar 51,88% untuk seluruh perusahaan manufaktur. Dengan demikian, dapat diketahui bahwa rata-rata *debt to assets ratio* dari perusahaan-perusahaan yang menjadi sampel dalam penelitian ini adalah lebih kecil dibandingkan dengan rata-rata industrinya.

Hasil penelitian ini juga menunjukkan bahwa pengaruh *debt to assets ratio* terhadap *return on equity* mempunyai arah koefisien regresi yang positif, dan *return on equity* sangat berpengaruh terhadap kebijakan pembayaran dividen dan terhadap nilai perusahaan. Kondisi ini dicapai ketika statistik deskriptif memperlihatkan bahwa rata-rata *return on equity* adalah 15,07%, sedangkan hasil pengamatan dari tahun

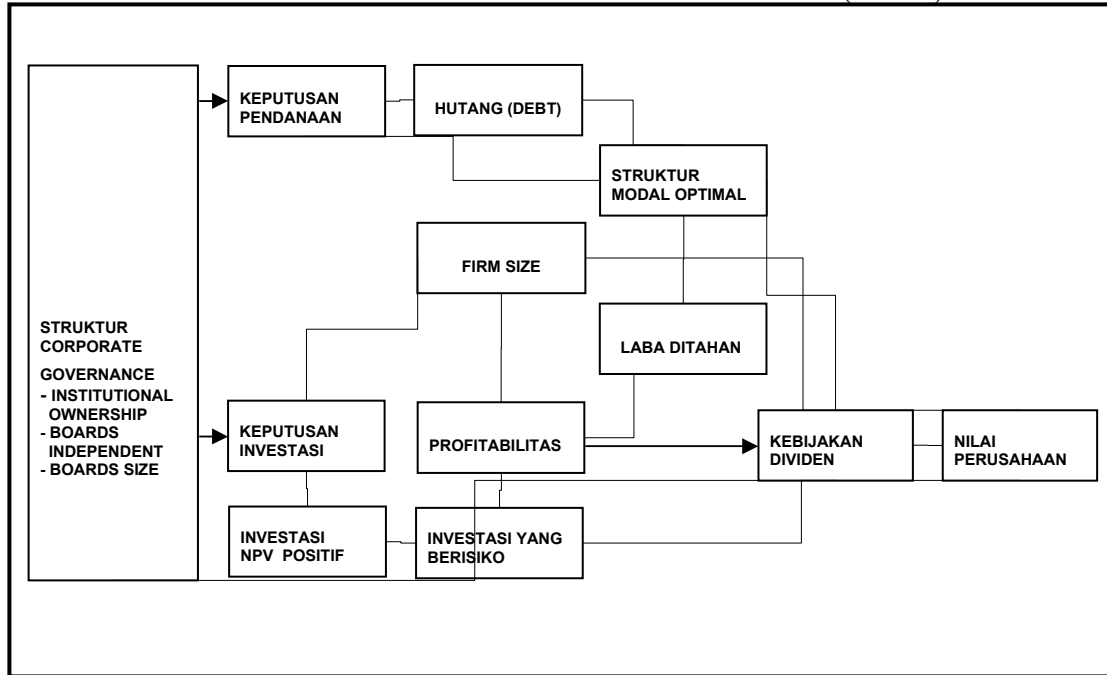
2000 sampai dengan tahun 2007, menunjukkan bahwa rata-rata *return on equity* untuk seluruh perusahaan manufaktur adalah sebesar 13,43%. Dengan demikian, rata-rata *return on equity* dari perusahaan-perusahaan yang menjadi sampel dalam penelitian ini adalah lebih besar dibandingkan dengan rata-rata industrinya.

Corporate governance sebagai suatu struktur dan mekanisme pengendalian, dalam penelitian ini telah menunjukkan kemampuannya dalam mengontrol para manajer agar berperilaku dalam kepentingan terbaik bagi para pemegang saham. Ditemukan cukup bukti, sebagaimana dikemukakan di atas, bahwa manajer dari perusahaan-perusahaan yang terpilih menjadi anggota sampel dalam penelitian ini tidak menunjukkan perilaku oportunistiknya. Kondisi ini dicapai ketika statistik deskriptif menunjukkan rata-rata besarnya *institutional ownership*, *board independent*, dan *board size* berturut-turut adalah 64,29%, 34,28%, dan 4 orang.

Beberapa temuan dari penelitian ini diharapkan dapat memberikan kontribusi terhadap upaya pengembangan teori kebijakan dividen dan implementasinya, baik bagi para manager korporasi maupun bagi para investor atau calon investor. Kontribusi ini dikemukakan dalam suatu konsep yang disebut dengan Strategi Pencapaian Dividen Optimal (SPDO) atau *the Strategy of Achievement for Accurately Optimum Dividend*. Konsep ini menggambarkan *road map* dalam upaya mencapai suatu kebijakan dividen yang optimal, yang disusun berdasarkan hasil penelitian ini, dan disajikan pada Gambar 5.2 sebagai berikut:

GAMBAR 5.1

STRATEGI PENCAPAIAN DIVIDEN OPTIMAL (SPDO)



Sumber: Hasil pengembangan disertasi ini

Gambar 5.2 di atas menjelaskan bahwa untuk dapat meningkatkan nilai perusahaan, maka diperlukan suatu struktur dan mekanisme yang mampu mengendalikan para manajer dalam menjalankan fungsi-fungsi dari pengelolaan keuangan perusahaan. Struktur dan mekanisme *corporate governance* harus mampu mengendalikan para manajer agar melakukan investasi hanya pada proyek-proyek yang menguntungkan, yaitu investasi yang mempunyai *net present value* positif. Dengan demikian, perusahaan harus menanggung tingkat risiko yang relatif tinggi, karena dalam teori manajemen keuangan ada *trade-off* antara risiko dan *return*. Jika tingkat risiko suatu investasi adalah lebih tinggi, maka tingkat pengembalian (*return*) yang diharapkan dari investasi tersebut juga tinggi.

Investasi pada proyek-proyek yang menguntungkan yang berarti investasi pada proyek-proyek yang berisiko itu, pada gilirannya akan meningkatkan kemampulabaan (rentabilitas) perusahaan. Selanjutnya, untuk lebih memperkuat kontribusi profitabilitas dalam mencapai peningkatan nilai perusahaan, maka diperlukan suatu struktur modal terbaik yang ditargetkan untuk mendanai proyek-proyek investasi yang menguntungkan itu. Struktur modal optimal yang ditargetkan perusahaan adalah kombinasi antara modal sendiri dan hutang (*debt*) yang dapat menyeimbangkan antara risiko dan *return* sehingga harga saham adalah maksimum.

Gambar 5.2 di atas menjelaskan bahwa struktur *corporate governance* hendaknya mampu mengendalikan para manajer agar menggunakan struktur modal terbaik dalam mendanai proyek-proyek investasi perusahaan. Penggunaan struktur modal terbaik yang ditargetkan itu, membawa konsekuensi bahwa selain perusahaan akan menahan sebagian keuntungannya (*retained earnings*) juga harus menambah hutang dalam struktur modalnya. Sedangkan, bagian keuntungan yang tidak ditahan itu tentunya akan dibagikan kepada *shareholders* sebagai dividen tunai. Dengan demikian, dapat dipahami bahwa semakin besar tambahan hutang untuk membentuk struktur modal terbaik yang ditargetkan itu, maka akan semakin besar pula bagian keuntungan yang dibagikan kepada *shareholders* sebagai dividen tunai.

Gambar 5.2 di atas menjelaskan bahwa hasil yang **dapat** dicapai atas pengendalian struktur *corporate governance* terhadap perilaku manajerial yang cenderung bersifat oportunistik itu, adalah: 1) manajer akan mengambil keputusan untuk selalu menanamkan dananya hanya pada proyek investasi yang berisiko

sebagai konsekuensi dari melakukan investasi pada proyek-proyek yang menguntungkan; 2) manajer akan mengambil keputusan untuk selalu menambah sumber dana eksternal yang lebih berisiko (*debt*) dalam membentuk struktur modal terbaiknya guna membiayai proyek-proyek investasinya itu; 3) kebijakan pembayaran dividen dengan sendirinya akan dilakukan sebagai isyarat (*signal*) baik yang dapat disampaikan perusahaan ke pasar; dan 4) ketiga keputusan di atas menjadikan perusahaan tumbuh dalam ukuran (*firm size*) yang besar dan sehat, yang pada gilirannya akan berdampak pada kenaikan nilai perusahaan.

Ketika perusahaan telah mencapai suatu tingkat kedewasaan (*maturity*) maka peluang-peluang investasi yang menguntungkan itu banyak berkurang dan bahkan mungkin tidak ada. Pada kondisi ini, maka dana-dana internal berupa keuntungan yang diperoleh perusahaan, jauh melebihi peluang-peluang investasinya. Dengan demikian, struktur dan mekanisme *corporate governance* hendaknya mampu mengendalikan para manajer untuk secara maksimal membayarkan kelebihan dana internal itu sebagai dividen tunai. Hal ini dilakukan sebagai upaya untuk mengurangi kemungkinan bahwa *free cash flow* yang terbentuk itu digunakan dalam menunjang kecenderungan manajer untuk berperilaku oportunistik.

Berdasarkan pada penjelasan *the strategy of achievement for accurately optimum dividend* di atas, maka dapat dirangkumkan bahwa kebijakan pembayaran dividen yang didukung oleh tingkat profitabilitas yang tinggi dan berkelanjutan, dan didukung pula oleh komitmen perusahaan untuk selalu mewujudkan struktur modal terbaik dalam membiayai investasinya, maka kebijakan dividen yang dijalankan

perusahaan itu akan berdampak positif terhadap kenaikan nilai perusahaan. Selain kedua hal di atas, konsep ini secara implisit juga mengemukakan bahwa: 1) perusahaan yang sedang tumbuh atau berkembang masih dimungkinkan untuk tetap membayar dividen tunai; 2) perusahaan yang *profitable* dan telah mencapai tingkat *maturity*, maka mutlak harus membagikan seluruh *free cash flows* yang dimilikinya kepada para pemegang saham. Adapun, terwujudnya semua kondisi yang diinginkan ini tentunya diperlukan efektivitas dari suatu sistem kontrol yang salah satunya dapat dilakukan oleh struktur *corporate governance*.

Penjelasan *the strategy of achievement for accurately optimum dividend* ini, tentunya diharapkan dapat mempunyai implikasi praktis, khususnya bagi para investor atau calon investor. Konsep ini diharapkan dapat memberikan kontribusi bagi pengembangan *cliente effect hypothesis*, yaitu bahwa: 1) untuk kelompok investor atau calon investor yang menyukai dividen, maka hendaknya memilih perusahaan-perusahaan yang telah mencapai tingkat *maturity*; dan 2) untuk kelompok investor atau calon investor yang tidak begitu menyukai dividen, maka hendaknya memilih perusahaan-perusahaan yang sedang bertumbuh kembang. Hal ini telah dibuktikan bahwa kecenderungan untuk membayar *dividends* adalah berhubungan positif dengan rasio dari *retained earnings* terhadap *total equity*, sebagai proksi untuk tingkatan *life cycle* perusahaan.

Selanjutnya, penjelasan *the strategy of achievement for accurately optimum dividend* ini juga diharapkan mempunyai implikasi praktis bagi para investor atau calon investor dalam menentukan pilihan investasinya. Berdasarkan penjelasan

konsep ini para investor atau calon investor hendaknya memilih saham dari perusahaan-perusahaan yang mempunyai ukuran besar dan *profitable* serta mempunyai *debt* dalam struktur modalnya. Para investor atau calon investor hendaknya memilih saham dari perusahaan-perusahaan yang mempunyai *boards independent* dalam keanggotaan dewan komisarisnya, dan sebagian besar sahamnya telah dimiliki oleh lembaga atau adanya *institutional ownership* yang cukup besar, sedangkan keberadaan dari variabel *boards size* adalah identik dengan *firm size*.

Penjelasan *the strategy of achievement for accurately optimum dividend* ini, juga diharapkan dapat mempunyai implikasi praktis bagi para manajer perusahaan. Sebagaimana telah dikemukakan pada Gambar 5.2 di atas, konsep ini menyarankan bahwa para manajer hendaknya mengambil proyek-proyek investasi yang berisiko, sebagai konsekuensi dari investasi pada proyek-proyek yang menguntungkan atau dengan kata lain proyek-proyek investasi yang mempunyai *net present value* positif. Selain itu, konsep ini, menyarankan bahwa para manajer hendaknya menggunakan sumber dana eksternal (*debt*) disamping dana internal (*equity*) dalam membentuk struktur modal perusahaan.

BAB VI

KESIMPULAN, IMPLIKASI DAN KETERBATASAN PENELITIAN

6.1 Kesimpulan Hasil Penelitian

The proposed grand theoretical model dalam penelitian ini, yang lebih bernuansakan teori keagenan, menjelaskan bahwa kebijakan dividen diputuskan oleh para manajer korporasi yang cenderung bersifat oportunistik, mereka bekerja bukan untuk meningkatkan nilai perusahaan yang berarti mensejahterakan para pemilik perusahaan. Tetapi, para manajer sebagai agen dari para pemegang saham akan mengambil tindakan yang hanya memaksimumkan kepentingannya sendiri bila saja tidak ada insentif lain atau tidak dimonitor. Masalah keagenan (*agency problem*) inilah yang diprediksi sebagai salah satu penyebab terjadinya kesimpangsiuran dampak dari kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan.

Mekanisme atau lebih tepatnya struktur *corporate governance* yang merupakan konsep yang didasarkan pada teori keagenan, diharapkan bisa berfungsi sebagai alat untuk memberikan keyakinan kepada para investor bahwa mereka akan menerima *return* atas dana yang telah diinvestasikan. Oleh karena itu, struktur *corporate governance* diharapkan dapat mencegah atau meminimumkan perilaku oportunistik dari para manajer, dengan cara memaksa mereka agar menggunakan keuntungan perusahaan hanya untuk pertumbuhan. *Free cash flow* yang ada digunakan untuk pembayaran dividen sesuai dengan keinginan para pemegang

saham. Dengan demikian, tujuan dari pengelolaan keuangan perusahaan yaitu meningkatkan nilai perusahaan dapat dicapai.

The proposed grand theoretical model dalam penelitian ini dibangun berdasarkan tiga proposisi, yaitu, proposisi 1 tentang kebijakan dividen, proposisi 2 tentang perilaku oportunistik manajerial; dan Proposisi 3, tentang struktur *corporate governance*. Berdasarkan *the proposed grand theoretical model* tersebut, maka disusun tiga model penelitian empiris. Ketiga model penelitian empiri yang dimaksud adalah: 1) Model penelitian empiris pertama adalah tentang hubungan kausalitas antara struktur *corporate governance* dengan perilaku oportunistik manajerial; 2) Model penelitian empiris kedua tentang hubungan kausalitas antara perilaku oportunistik manajerial dengan kebijakan dividen dan nilai perusahaan yang dimediasi oleh profitabilitas; dan 3) Model penelitian empiris ketiga tentang hubungan kausalitas antara struktur *corporate governance* dengan nilai perusahaan yang dimediasi oleh kebijakan dividen.

Berdasarkan pada ketiga model penelitian empiris yang telah dibangun tersebut, selanjutnya dibangun kembali suatu model penelitian empiris yang terintegrasi. *Full model* atau model penelitian empiris terintegrasi ini merupakan perwujudan secara utuh dari *the proposed grand theoretical*. Model penelitian empiris ini dibangun semata-mata untuk menjawab 6 (enam) pertanyaan penelitian yang telah dikemukakan pada bab sebelumnya. Adapun keenam pertanyaan penelitian yang dimaksud adalah: 1) Apakah struktur *corporate governance* berpengaruh terhadap perilaku oportunistik manajerial; 2) Bagaimanakah perilaku oportunistik manajerial

berpengaruh terhadap kebijakan dividen perusahaan; 3) Bagaimanakah perilaku oportunistik manajerial berpengaruh terhadap nilai perusahaan yang dicapai; 4) Apakah struktur *corporate governance* berpengaruh terhadap kebijakan dividen perusahaan; 5) Apakah kebijakan dividen berpengaruh terhadap nilai perusahaan; dan 6) Bagaimanakah struktur *corporate governance* berpengaruh terhadap nilai perusahaan yang dicapai?

Analisis data telah dilakukan untuk menguji hipotesis-hipotesis yang menyertai ketiga model penelitian empiris yang telah dibangun itu, dan pengujian dilakukan dengan menggunakan *path analysis* melalui paket program Amos 16.0. Hasil pengujian beserta pembahasannya telah dikemukakan pada bab-bab sebelumnya, yaitu Bab IV dan Bab V, dan berikut adalah kesimpulan yang dapat dikemukakan untuk setiap model penelitian empiris tersebut.

6.1.1 Hubungan Kausalitas Struktur *Corporate Governance* dengan Perilaku Oportunistik Manajerial

Model penelitian empiris pertama dibangun untuk menguji pengaruh dari struktur *corporate governance* terhadap perilaku oportunistik manajerial. Struktur *corporate governance* diproksi dengan *institutional ownership*, *boards independent*, dan *boards size*. Sedangkan perilaku oportunistik manajerial dalam model penelitian empiris ini diproksi dengan *debt to asset ratio* dan *systematic risk*. Pengujian terhadap model penelitian empiris pertama merupakan jawaban empiris untuk pertanyaan penelitian 1, yaitu apakah struktur *corporate governance* berpengaruh terhadap perilaku oportunistik manajerial? Dengan demikian, pengujian terhadap

model penelitian empiris pertama ini juga merupakan pengujian secara empiris untuk hipotesis 1, yang diuraikan menjadi hipotesis 1a, 1b, dan 1c; dan hipotesis 2 yang diuraikan menjadi hipotesis 2a, 2b, dan 2c.

Hasil pengujian hipotesis 1a menunjukkan bahwa pengaruh *institutional ownership* terhadap *debt to asset ratio* mempunyai arah koefisien regresi yang negatif, namun tidak signifikan. Dengan demikian, variabel *institutional ownership* ini belum dapat menjalankan peranannya dalam mensubstitusi *debt ratio* perusahaan, seperti yang dikemukakan Shleiver dan Vishny (1986), Bathala, Moon dan Rao (1994), Moh'd, Perry dan Rimbey (1998) dan Gao (2002). Hasil pengujian hipotesis 1b menunjukkan bahwa komposisi anggota dewan komisaris independen berpengaruh positif dan signifikan terhadap *debt to asset ratio*. Dengan demikian, keberadaan dari anggota dewan komisaris independen ini mampu mengurangi atau mencegah kecenderungan para manajer untuk berperilaku oportunistik, yang dalam hal ini diproksi dengan *debt to asset ratio*. Selanjutnya, hasil pengujian terhadap hipotesis 1c menunjukkan bahwa variabel ukuran dewan komisaris berpengaruh positif dan signifikan terhadap *debt to asset ratio*. Dengan demikian, semakin besar ukuran dari dewan komisaris maka akan semakin besar pula *debt ratio* perusahaan. Kondisi ini mengandung arti bahwa besar ukuran dari dewan komisaris (*boards size*) mampu mengurangi atau mencegah kecenderungan para manajer untuk berperilaku oportunistik, yang dalam hal ini diproksi dengan *debt to asset ratio*.

Hasil pengujian hipotesis 2a menunjukkan bahwa pengaruh *institutional ownership* terhadap *systematic risk* mempunyai arah koefisien regresi yang positif,

tetapi tidak signifikan. Hasil pengujian hipotesis 2b menunjukkan bahwa pengaruh komposisi anggota dewan komisaris independen terhadap *systematic risk* mempunyai arah koefisien regresi yang negatif, tetapi tidak signifikan. Dengan demikian, variabel *institutional ownership* dan *boards independent* sebagai proksi dari struktur *corporate governance* belum mampu mengurangi atau mencegah kecenderungan para manajer untuk berperilaku oportunistik, yang dalam hal ini diproksi dengan *systematic risk*. Sedangkan, hasil pengujian terhadap hipotesis 2c menunjukkan bahwa ukuran dewan komisaris (*boards size*) berpengaruh positif dan signifikan terhadap *systematic risk*. Dengan demikian, variabel *boards size* sebagai proksi dari struktur *corporate governance* telah menunjukkan kemampuannya dalam mengurangi atau mencegah kecenderungan dari para manajer untuk berperilaku oportunistik, yang dalam hal ini diproksi dengan risiko sistematis (*systematic risk*).

Berdasarkan hasil pengujian terhadap hipotesis 1 (1a, 1b dan 1c) dan hipotesis 2 (2a, 2b dan 2c) yang membentuk model penelitian empiris parsial pertama, maka dapat disimpulkan bahwa: 1) struktur *corporate governance* internal yang diproksi dengan *boards independent* dan *boards size* mampu mengurangi atau mencegah kecenderungan dari para manajer untuk berperilaku oportunistik, yang diproksi dengan *debt to asset ratio*; 2) sedangkan struktur *corporate governance* internal yang diproksi dengan *boards size* mampu mengurangi atau mencegah kecenderungan dari para manajer untuk berperilaku oportunistik, yang diproksi dengan *systematic risk*. Kesimpulan ini diambil berdasarkan pada tiga alasan, yaitu: 1) diterimanya hasil pengujian terhadap hipotesis 1b, yang menyatakan bahwa besarnya komposisi

anggota dewan komisaris independen (*boards independent*) berpengaruh positif terhadap *debt to assets ratio*; 2) diterimanya hasil pengujian terhadap hipotesis 1c, yang menyatakan bahwa ukuran dewan komisaris (*boards size*) berpengaruh positif terhadap *debt to assets ratio*; 3) diterimanya hasil pengujian terhadap hipotesis 2c, yang menyatakan bahwa ukuran dewan komisaris (*boards size*) berpengaruh positif terhadap *systematic risk*.

6.1.2 Hubungan Perilaku Oportunistik Manajerial dengan Kebijakan Dividen dan Mediasi Profitabilitas

Hubungan kausalitas antara perilaku oportunistik manajerial dengan kebijakan dividen yang mediasi oleh profitabilitas ini merupakan sub model pertama dari model penelitian empiris 2. Sub model penelitian empiris ini dibangun untuk menguji pengaruh mediasi profitabilitas terhadap hubungan kausalitas antara perilaku oportunistik manajerial dengan kebijakan dividen. Perilaku oportunistik manajerial diproksi dengan *debt to assets ratio*, *firm size* dan *systematic risk*. Kebijakan dividen diproksi dengan *dividend payout ratio*, dan profitabilitas diproksi dengan *return on equity*. Pengujian terhadap model penelitian empiris ini merupakan jawaban empiris untuk pertanyaan penelitian 2, yaitu bagaimanakah perilaku oportunistik manajerial berpengaruh terhadap kebijakan dividen perusahaan? Dengan demikian, pengujian terhadap sub model penelitian empiris ini juga merupakan pengujian empiris untuk hipotesis 3 (terdiri dari hipotesis 3a, 3b, dan 3c), hipotesis 4 (terdiri dari hipotesis 4a, 4b, dan 4c), dan hipotesis 5 (terdiri dari hipotesis 5a, 5b, dan 5c).

Hasil pengujian terhadap hipotesis 3a menunjukkan bahwa pengaruh *debt to asset ratio* terhadap *return on equity* mempunyai arah koefisien regresi yang positif, namun tidak signifikan. Dengan demikian, keputusan manajer tentang struktur modal ini belum cukup bukti untuk dapat dikatakan berpengaruh terhadap peningkatan profitabilitas perusahaan. Hasil pengujian hipotesis 3b menunjukkan pengaruh *firm size* terhadap *return on equity* mempunyai arah koefisien regresi yang positif, namun tidak signifikan. Dengan demikian, keputusan manajer tentang ukuran perusahaan (*total asset*) belum cukup bukti untuk dapat dikatakan berpengaruh terhadap peningkatan profitabilitas perusahaan. Selanjutnya, hasil pengujian terhadap hipotesis 3c menunjukkan bahwa *systematic risk* berpengaruh positif dan signifikan terhadap *return on equity*. Dengan demikian, semakin tinggi tingkat risiko yang melekat pada proyek-proyek investasi yang dimiliki perusahaan maka akan semakin tinggi pula tingkat profitabilitas yang dicapai perusahaan.

Hasil pengujian hipotesis 4a menunjukkan bahwa pengaruh *debt to assets ratio* terhadap *dividend payout ratio* mempunyai arah koefisien regresi yang positif dan signifikan. Dengan demikian, keputusan manajer tentang penambahan hutang dalam struktur modal perusahaan dapat meningkatkan pembayaran dividen. Hasil pengujian hipotesis 4b menunjukkan pengaruh *firm size* terhadap *dividend payout ratio* mempunyai arah koefisien regresi yang negatif, tetapi tidak signifikan. Dengan demikian, keputusan manajer yang berkaitan dengan ukuran perusahaan tidak menunjukkan pengaruhnya terhadap pembayaran dividen. Selanjutnya, hasil pengujian terhadap hipotesis 4c menunjukkan bahwa pengaruh *return on equity*

terhadap *dividend payout ratio* mempunyai arah koefisien regresi yang positif dan sangat signifikan. Dengan demikian, keputusan manajer tentang besar kecilnya pembayaran dividen sangat ditentukan oleh tingkat profitabilitas atau kemampuan perusahaan dalam memperoleh laba dengan ekuitas yang dimilikinya.

Hasil pengujian terhadap hipotesis 5 menunjukkan bahwa pengaruh *debt to asset ratio*, *firm size* dan *systematic risk* terhadap *dividend payout ratio* adalah bersifat langsung. Dengan demikian, variabel *return on equity* tidak memediasi hubungan kausalitas antara variabel-variabel yang menjadi dari proksi perilaku oportunistik manajerial (*debt to assets ratio* dan *firm size*) dengan kebijakan dividen yang diproksi dengan *dividend payout ratio*.

Berdasarkan hasil pengujian terhadap hipotesis 3, 4, dan 5 yang membentuk sub model penelitian empiris ini, maka dapat disimpulkan bahwa para manajer dari perusahaan-perusahaan manufaktur yang menjadi sampel dalam penelitian ini tidak menunjukkan perilaku oportunistik. Hal ini dapat dibuktikan diantaranya dengan hasil temuan sebagai berikut: 1) Perilaku oportunistik manajerial yang diproksi dengan *systematic risk* mempunyai arah koefisien regresi yang positif dan signifikan terhadap *return on equity*; 2) Perilaku oportunistik manajerial yang diproksi dengan *debt to asset ratio* mempunyai arah koefisien regresi yang positif dan signifikan terhadap *dividend payout ratio*; dan 3) Tingkat *return on equity* mempunyai arah koefisien regresi yang positif dan sangat signifikan terhadap *dividend payout ratio*. Sub model penelitian empiris ini juga menyimpulkan bahwa *return on equity* tidak memediasi

hubungan kausalitas antara perilaku oportunistik manajerial dengan kebijakan dividen atau pengaruh kedua variabel tersebut adalah bersifat langsung.

6.1.3 Hubungan Perilaku Oportunistik Manajerial dengan Nilai Perusahaan dan Mediasi Profitabilitas

Hubungan kausalitas antara perilaku oportunistik manajerial dengan nilai perusahaan yang dimediasi oleh profitabilitas ini merupakan sub model kedua dari model penelitian empiris 2. Sub model penelitian empiris ini dibangun untuk menguji pengaruh mediasi profitabilitas terhadap hubungan kausalitas antara perilaku oportunistik manajerial dengan nilai perusahaan. Perilaku oportunistik manajerial diproksi dengan *debt to assets ratio*, *firm size* dan *systematic risk*, sedangkan nilai perusahaan diproksi dengan *Tobin's q*, dan profitabilitas diproksi dengan *return on equity*. Pengujian terhadap model penelitian empiris parsial ini merupakan jawaban empiris untuk pertanyaan penelitian 3, yaitu bagaimanakah perilaku oportunistik manajerial berpengaruh terhadap nilai perusahaan? Dengan demikian, pengujian terhadap sub model penelitian empiris ini juga merupakan pengujian empiris terhadap hipotesis 6 yang terdiri dari hipotesis 6a, 6b, dan 6c, dan hipotesis 7 yang terdiri dari hipotesis 7a dan 7b.

Hasil pengujian terhadap hipotesis 6a menunjukkan bahwa pengaruh *firm size* terhadap *Tobin's q* mempunyai arah koefisien regresi yang positif dan signifikan. Dengan demikian, keputusan tentang ukuran perusahaan ini menunjukkan cukup bukti bahwa para manajer dari perusahaan-perusahaan yang terpilih menjadi anggota sampel tidak berperilaku oportunistik. Selanjutnya, hasil pengujian terhadap hipotesis

6b menunjukkan bahwa *systematic risk* berpengaruh negatif, namun tidak signifikan, terhadap *Tobin's q*. Dengan demikian, semakin tinggi tingkat risiko bisnis yang melekat pada proyek-proyek investasi yang dimiliki perusahaan tidak menjadikan semakin tinggi pula nilai *Tobin's q* yang dicapai perusahaan. Hasil pengujian terhadap hipotesis 6c menunjukkan bahwa pengaruh *return on equity* terhadap *Tobin's q* mempunyai arah koefisien regresi yang positif dan sangat signifikan. Dengan demikian, variasi atau besar kecilnya nilai perusahaan sangat ditentukan oleh tingkat profitabilitas atau kemampuan perusahaan dalam memperoleh laba dengan ekuitas yang dimilikinya.

Hasil pengujian hipotesis 7a menunjukkan bahwa nilai koefisien pengaruh tidak langsung (melalui *return on equity*) dari *firm size* terhadap *Tobin's q* lebih kecil apabila dibandingkan dengan pengaruh langsungnya. Dengan demikian pengaruh *firm size* terhadap *Tobin's q* adalah bersifat langsung atau tanpa mediasi *return on equity*. Sedangkan hasil pengujian hipotesis 7b menunjukkan bahwa nilai koefisien pengaruh tidak langsung (melalui *return on equity*) dari *systematic risk* terhadap *Tobin's q* lebih besar apabila dibandingkan dengan pengaruh langsungnya. Dengan demikian pengaruh *systematic risk* terhadap *Tobin's q* adalah bersifat tidak langsung atau dimediasi oleh *return on equity*. Selanjutnya, hasil *Sobel test* menunjukkan bahwa pengaruh mediasi *return on equity* terhadap hubungan kausalitas antara *systematic risk* dengan *Tobin's q* adalah signifikan pada tingkat $\alpha = 5\%$.

Berdasarkan hasil pengujian terhadap hipotesis 6 dan hipotesis 7 tersebut di atas yang membentuk sub model penelitian empiris ini, maka dapat disimpulkan bahwa para manajer dari perusahaan-perusahaan manufaktur yang menjadi sampel dalam penelitian ini tidak menunjukkan perilaku oportunistik. Hal ini dapat dibuktikan diantaranya dengan: 1) Perilaku oportunistik manajerial yang diproksi dengan *firm size* mempunyai arah koefisien regresi yang positif dan signifikan terhadap *Tobin's q*; 2) Tingkat *return on equity* mempunyai arah koefisien regresi yang positif dan sangat signifikan terhadap *Tobin's q*. Selain itu, berdasarkan hasil pengujian terhadap sub model penelitian empiris ini dapat disimpulkan bahwa *return on equity* hanya memediasi hubungan kausalitas antara perilaku oportunistik manajerial yang diproksi *systematic risk* dan *Tobin's q*. Dengan demikian pengaruh *firm size*, sebagai proksi lainnya dari perilaku oportunistik manajerial, terhadap *Tobin's q* adalah bersifat langsung.

6.1.4 Pengaruh Struktur *Corporate Governance* terhadap Nilai Perusahaan dan Mediasi Kebijakan Dividen

Model penelitian empiris ketiga ini dibangun untuk menguji pengaruh struktur *corporate governance* terhadap nilai perusahaan dan mediasi kebijakan dividen untuk hubungan kausalitas kedua variabel tersebut. Struktur *corporate governance* diproksi dengan *institutional ownership*, *boards independent*, dan *boards size*, sedangkan nilai perusahaan diproksi dengan *Tobin's q*, dan kebijakan dividen diproksi dengan *dividend payout ratio*. Hasil pengujian terhadap model penelitian empiris ketiga ini merupakan jawaban empiris untuk pertanyaan penelitian 4, yaitu apakah struktur

corporate governance berpengaruh terhadap kebijakan dividen?; pertanyaan penelitian 5, yaitu apakah kebijakan dividen berpengaruh terhadap nilai perusahaan?; dan pertanyaan penelitian 6, yaitu bagaimanakah struktur *corporate governance* berpengaruh terhadap nilai perusahaan? Dengan demikian, pengujian terhadap model penelitian empiris 3 ini juga merupakan pengujian secara empiris untuk hipotesis 8 (yang terdiri dari hipotesis 8a, 8b, dan 8c), hipotesis 9 (yang terdiri dari hipotesis 9a, 9b, dan 9c), dan hipotesis 10 (yang terdiri dari hipotesis 10a dan 10b).

6.1.4.1 Pengaruh Struktur *Corporate Governance* terhadap Kebijakan Dividen

Hasil pengujian terhadap sub model pertama dari model penelitian empiris 3 ini adalah untuk menjawab pertanyaan penelitian 4 secara empiris, sedangkan pernyataan hipotesis 8 merupakan jawaban teoritis untuk pertanyaan 4 ini. Oleh karena itu, hipotesis 8 adalah pernyataan teoritis tentang hubungan kausalitas antara variabel-variabel yang menjadi proksi dari struktur *corporate governance* dengan variabel yang menjadi proksi dari kebijakan dividen. Hasil pengujian terhadap hipotesis 8a menunjukkan bahwa pengaruh variabel *institutional ownership* terhadap variabel *dividend payout ratio* mempunyai arah koefisien regresi yang positif dan signifikan. Dengan demikian, kepemilikan saham oleh institusi mampu mendorong para manajer untuk membagikan sebagian keuntungannya sebagai dividen tunai.

Hasil pengujian yang telah dilakukan terhadap hipotesis 8b menunjukkan bahwa pengaruh variabel *boards independent* terhadap variabel *dividend payout ratio* mempunyai arah koefisien regresi yang positif, namun tidak signifikan. Dengan demikian, besarnya komposisi anggota dewan komisaris independen (*boards*

independent) yang dimiliki oleh suatu tidak menunjukkan pengaruhnya terhadap kebijakan dividen perusahaan tersebut. Selanjutnya, hasil pengujian terhadap hipotesis 8c menunjukkan bahwa *boards size* berpengaruh negatif, namun tidak signifikan, terhadap *dividend payout ratio*. Dengan demikian, besarnya ukuran dewan komisaris (*boards size*) tidak menunjukkan pengaruhnya terhadap kebijakan dividen perusahaan. Berdasarkan hasil pengujian terhadap hipotesis 8a, 8b, dan 8c, maka dapat disimpulkan bahwa struktur *corpore governance* yang diproksi dengan *institutional ownership* berpengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan dividen yang diproksi *dividend payout ratio*. Kesimpulan ini merupakan jawaban secara empiris terhadap pertanyaan penelitian 4, seperti yang telah dikemukakan di atas.

6.1.4.2 Pengaruh Kebijakan Dividen terhadap Nilai Perusahaan

Hasil pengujian terhadap sub model kedua dari model penelitian empiris 3 ini adalah untuk menjawab pertanyaan penelitian 5 secara empiris, sedangkan pernyataan hipotesis 9a merupakan jawaban teoritis untuk pertanyaan 5 ini. Oleh karena itu, hipotesis 9a merupakan pernyataan teoritis tentang hubungan kausalitas antara variabel yang menjadi proksi dari kebijakan dividen (*dividend payout ratio*) dengan variabel yang menjadi proksi dari nilai perusahaan (*Tobin's q*). Hasil pengujian terhadap terhadap hipotesis 9a ini menunjukkan bahwa pengaruh *dividend payout ratio* terhadap *Tobin's q* mempunyai arah koefisien regresi yang positif dan sangat signifikan. Dengan demikian, semakin besar pembayaran dividen yang dilakukan perusahaan maka akan semakin tinggi nilai perusahaan.

Berdasarkan pada hasil pengujian terhadap hipotesis 9a, maka dapat disimpulkan bahwa temuan penelitian ini adalah mendukung *bird in hand theory* sebagai suatu teori relevansi dividen dari Gordon dan Lintner (1963), Long (1978) dan Sterk dan Vandenberg (1990). Selanjutnya, hasil pengujian terhadap hipotesis 9a ini juga menguatkan temuan Harry DeAngelo dan Linda DeAngelo (2005) dan Brav, Graham, Harvey, Michaely (2005) dan hasil penelitian yang telah dilakukan oleh Amidu (2007) di *Ghana Stock Exchange* (GSE).

6.1.4.3 Pengaruh Struktur *Corporate Governance* terhadap Nilai Perusahaan

Hasil pengujian terhadap sub model ketiga dari model penelitian empiris 3 ini adalah sebagai tahap pertama untuk menjawab pertanyaan penelitian 6 secara empiris, sedangkan pernyataan hipotesis 9b dan 9c merupakan jawaban teoritis untuk pertanyaan penelitian 6 ini. Oleh karena itu, hipotesis 9b dan 9c merupakan pernyataan teoritis tentang hubungan kausalitas antara variabel-variabel yang menjadi proksi dari struktur *corporate governance* dengan variabel yang menjadi proksi dari nilai perusahaan, dan yang telah diuji secara empiris.

Hasil pengujian terhadap hipotesis 9b menunjukkan bahwa pengaruh *institutional ownership* terhadap *Tobin's q* mempunyai arah koefisien regresi yang positif dan signifikan. Dengan demikian, semakin besar kepemilikan saham oleh kelembagaan maka akan semakin tinggi nilai perusahaan. Selanjutnya, hasil pengujian terhadap hipotesis 9c menunjukkan bahwa pengaruh variabel *boards size* terhadap variabel *Tobin's q* mempunyai arah koefisien regresi yang positif dan

signifikan. Dengan demikian, semakin besar ukuran dewan komisaris (*boards size*) maka akan semakin tinggi nilai perusahaan.

Berdasarkan hasil pengujian terhadap hipotesis 9b dan 9c, maka dapat disimpulkan bahwa struktur *corpore governance* yang diproksi dengan *istitutional ownership* dan *boards size* berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan yang diproksi *Tobin's q*.

6.1.4.4 Pengaruh Mediasi Kebijakan Dividen terhadap Hubungan Antara Struktur *Corporate Governance* dan Nilai Perusahaan

Hasil pengujian terhadap sub model keempat dari model penelitian empiris 3 ini adalah sebagai tahap kedua untuk menjawab pertanyaan penelitian 6 secara empiris, sedangkan pernyataan hipotesis 10a dan 10b merupakan jawaban teoritis untuk pertanyaan penelitian 6 ini. Oleh karena itu, hipotesis 10a dan 10b merupakan pernyataan teoritis tentang pengaruh mediasi *dividend payout ratio* terhadap hubungan kausalitas antara variabel-variabel yang menjadi proksi dari struktur *corporate governance* dan variabel yang menjadi proksi dari nilai perusahaan.

Hasil pengujian terhadap hipotesis 10a menunjukkan bahwa pengaruh *istitutional ownership* secara tidak langsung atau melalui *dividend payout ratio* terhadap *Tobin's q* adalah sebesar 0,093. Sedangkan hasil pengujian untuk hipotesis 9b menunjukkan bahwa pengaruh *istitutional ownership* secara langsung terhadap *Tobin's q* adalah lebih besar, yaitu 0,741. Selanjutnya, hasil pengujian untuk hipotesis 10b menunjukkan bahwa pengaruh *boards size* secara tidak langsung (melalui *dividend payout ratio*) terhadap *Tobin's q* adalah sebesar -0,007. Sedangkan

hasil pengujian untuk hipotesis 9c menunjukkan bahwa pengaruh *boards size* secara langsung terhadap *Tobin's q* adalah lebih besar, yaitu 0,046. Berdasarkan pada hasil pengujian terhadap hipotesis 9b dan 9c dan hipotesis 10a dan 10b, maka dapat disimpulkan bahwa struktur *corporate governance* yang diproksi *institutional ownership* dan *boards size* berpengaruh secara langsung terhadap nilai perusahaan.

6.2 Implikasi Hasil Penelitian

Berdasarkan pada hasil pengujian terhadap seluruh hipotesis yang ada pada penelitian ini dan pembahasannya, serta beberapa kesimpulan yang telah ditarik, maka selanjutnya akan dipaparkan bagaimana implikasi dari temuan-temuan tersebut. Adapun, implikasi yang dimaksudkan dari hasil penelitian ini adalah: 1) implikasi terhadap teori-teori yang mendasarinya; 2) implikasi terhadap manajerial; 3) implikasi praktis bagi investor; dan 4) implikasi terhadap pemerintah.

6.2.1 Implikasi Teoritis

Implikasi teoritis dari hasil penelitian ini akan diuraikan berdasarkan pada *level theory* yang mendasarinya. *Level theory* yang dimaksud adalah terdiri dari *grand theory*, *midle theory*, dan *substantial theory*. Dimaksudkan dengan *grand theory* dalam penelitian ini adalah *agency theory* yang meliputi teori struktur dan mekanisme *corporate governance* serta *contracting theory*. Dimaksud dengan *midle theory* dalam penelitian ini adalah *clienteles effect theory* dan *signaling theory*. Sedangkan yang dimaksudkan dengan *substantial theory* dalam penelitian ini adalah *dividend theory* dan *free cash flows theory*.

6.2.1.1 Implikasi terhadap *Agency Theory*

Teori keagenan mengungkapkan bahwa manajer sebagai agen dari pemegang saham, tidak selalu bertindak atas nama kepentingan pemegang saham karena tujuan keduanya berbeda (Jensen dan Meckling, 1976). Di satu pihak kesejahteraan pemegang saham semata-mata tergantung pada nilai pasar perusahaan, di pihak lain, kesejahteraan manajer sangat tergantung pada ukuran dan risiko perusahaan (Amihud dan Lev, 1981). Akibatnya manajer tertarik untuk menanamkan modal dalam rangka meningkatkan pertumbuhan dan penurunan risiko perusahaan melalui diversifikasi, walaupun mungkin hal ini tidak selalu meningkatkan kesejahteraan pemegang saham (Bethel dan Julia, 1993). Manajer pada perusahaan publik memiliki insentif untuk melakukan ekspansi perusahaan melebihi ukuran optimal, meskipun ekspansi tersebut dilakukan pada proyek yang memiliki *net present value* (NPV) negatif. Kondisi *overinvestment* ini dilakukan dengan menggunakan dana internal yang dihasilkan oleh perusahaan dalam bentuk *free cash flow* (Jensen, 1986). Mann dan Neil (1991) menegaskan bahwa manajer sebagai agen dari pemegang saham akan mengambil tindakan yang hanya memaksimumkan kepentingannya sendiri bila saja tidak ada insentif lain atau tidak dimonitor, dan apabila hal ini terjadi tentunya tidak akan konsisten dengan tujuan memaksimumkan nilai perusahaan.

Rancangan tentang mekanisme pengawasan korporasi yang efektif untuk membuat para manajer bertindak dalam kepentingan terbaik bagi para pemegang saham telah menjadi perhatian utama dalam wilayah dari *corporate governance* dan keuangan (Allen and Gale, 2001), dan berlanjutnya penelitian pada teori keagenan

adalah usaha untuk merancang suatu kerangka kerja yang tepat untuk mengontrol itu (Bonazzi dan Islam, 2007). *Corporate governance* merupakan mekanisme pengendalian untuk mengatur dan mengelola perusahaan dengan maksud untuk meningkatkan kemakmuran dan akuntabilitas perusahaan, yang tujuan akhirnya untuk mewujudkan *shareholders value* (Monk dan Minow, 2001). Struktur dan mekanisme *corporate governance* adalah berkaitan dengan bagaimana para investor yakin bahwa para manajer akan memberikan keuntungan bagi mereka. Struktur dan mekanisme *corporate governance* memberikan keyakinan kepada *shareholders* bahwa manajer tidak menggelapkan atau menginvestasikan ke dalam proyek-proyek yang tidak menguntungkan berkaitan dengan dana yang telah ditanamkan oleh investor, dan struktur dan mekanisme *corporate governance* adalah berkaitan dengan bagaimana para investor mengontrol para manajer (Shleifer dan Vishny, 1997).

Jika tindakan manajer sesuai dengan harapan investor, maka tidak terjadi permasalahan keagenan. Sebagaimana diungkapkan oleh Mann dan Neil (1991), bahwa apabila kepentingan manajer dengan pemegang saham benar-benar sejalan, maka manajer akan mendistribusikan seluruh *free cash flow* kepada *shareholder*. Ini berarti bahwa bila manajer memiliki kesamaan kepentingan dengan pemegang saham, maka manajer cenderung untuk mengurangi kas yang ada di tangannya dan lebih berhati-hati dalam mengalokasikan dana yang tersedia, yaitu lebih ditujukan pada kepentingan peningkatan kesejahteraan pemegang saham.

Hasil penelitian ini memberikan cukup bukti untuk mendukung teori struktur dan mekanisme *corporate governance* yang merupakan konsep yang didasarkan pada

teori keagenan. Struktur *corporate governance* yang diproksi *boards independent* dan *boards size*, mampu mengurangi dan atau mencegah kecenderungan dari para manajer untuk berperilaku oportunistik, dengan cara menambahkan *debt* dalam struktur modal perusahaan. Kondisi ini ditunjukkan dengan diterimanya hipotesis 1b yang menyatakan bahwa besarnya komposisi anggota dewan komisaris independen berpengaruh positif terhadap *debt to assets ratio*. Diterimanya hipotesis 1c yang menyatakan bahwa besarnya ukuran dewan komisaris perusahaan berpengaruh positif terhadap *debt to assets ratio*. Selanjutnya, struktur *corporate governance* yang diproksi *boards size*, mampu mengurangi dan atau mencegah kecenderungan dari para manajer untuk berperilaku oportunistik, dengan cara memaksa para manajer untuk mengambil proyek-proyek investasi yang berisiko sebagai konsekuensi untuk mendapatkan *return* yang tinggi. Kondisi ini ditunjukkan dengan diterimanya hipotesis 2c yang menyatakan bahwa ukuran dewan komisaris perusahaan berpengaruh positif terhadap *systematic risk*. Diterimanya hipotesis 3c yang menyatakan bahwa *systematic risk* berpengaruh positif terhadap *return on equity* yang dicapai perusahaan.

Hasil penelitian ini juga mendukung eksistensi dari struktur dan mekanisme *corporate governance* yang merupakan konsep yang didasarkan pada teori keagenan. Temuan penelitian ini memberikan cukup bukti bahwa para manajer dari perusahaan yang menjadi sampel dalam penelitian ini tidak berperilaku oportunistik. Kondisi ini ditunjukkan dengan arah koefisien regresi yang positif atas pengaruh tingkat risiko, *debt to assets ratio*, dan *firm size* terhadap *return on equity*. Diterimanya hipotesis 4a

yang menyatakan bahwa variabel *debt to assets ratio* berpengaruh positif terhadap variabel *dividend payout ratio*. Diterimanya hipotesis 4c yang menyatakan bahwa *return on equity* berpengaruh positif terhadap *dividend payout ratio*.

6.2.1.2 Implikasi terhadap *Clienteles Effect Theory* dan *Signaling Theory*

Sesuatu yang berhubungan dengan *clienteles effect theory* atau sering disebut *clienteles effect hypothesis* adalah hipotesisnya Miller dan Modigliani (1961) yang menyatakan bahwa perusahaan yang membayar lebih rendah atau lebih tinggi *dividends* akan menarik investor-investor yang tidak menyukai atau yang menyukai hasil dari dividen. Hal ini akan menciptakan potensi untuk suatu pasangan yang optimal antara kebijakan dividen dari suatu perusahaan dan preferensi-preferensi dividen dari para pemegang saham. Investor lembaga yang bebas pajak dan investor-investor eceran dengan tingkat pajak marginal yang rendah mungkin lebih menyukai saham-saham dengan hasil dividen tinggi. Miller dan Modigliani juga berpendapat bahwa para pelanggan (*clienteles*) mungkin terbentuk atas dasar preferensi-preferensi usia atau pendapatan. Miller dan Modigliani (1961) menduga bahwa investor-investor yang berusia muda akan menyukai saham-saham dengan *dividend payout* yang rendah sedangkan investor-investor yang terdiri dari para pensiunan akan menyukai saham-saham dengan *dividend payout* yang tinggi, untuk tujuan konsumsi. Hasil penelitian ini membuktikan bahwa terdapat suatu hubungan kausalitas dengan arah koefisien positif dan signifikan antara variabel *dividend payout ratio* dengan *Tobin's q* sebagai proksi dari nilai perusahaan.

Sedangkan hal yang berhubungan dengan *information, or signaling, content hypothesis* atau sering disebut *signaling theory* adalah bahwa para pengamat berpendapat pihak manajemen sering memiliki informasi berharga tentang perusahaan yang tidak bisa diperoleh para investor. Ketimpangan akses informasi inilah yang disebut sebagai asimetris informasi. Salah satu pedoman yang sering dipakai para investor untuk “menyadap” informasi itu adalah fluktuasi dividen. Kenaikkan dividen sering ditafsirkan sebagai bukti peningkatan laba perusahaan, dan demikian pula sebaliknya. Masuk akal atau tidak, indikator dividen itu dipakai oleh para investor, karena informasi mereka memang terbatas, di sinilah efek informasi itu berlangsung (Martin, et al., 1994).

Ross (1977) mengungkapkan bahwa terdapat tiga syarat yang perlu diperhatikan dalam mengoptimalkan kebijakan dividen sebagai suatu pemberi isyarat, yaitu: 1) Manajemen harus selalu memiliki insentif yang sesuai untuk mengirimkan *signal* yang jujur, meskipun beritanya buruk; 2) *Signal* dari perusahaan yang sukses tidak mudah diikuti oleh pesaingnya yaitu perusahaan yang tidak atau kurang sukses; 3) *Signal* itu harus memiliki hubungan yang cukup berarti dengan kejadian yang diamati (misalnya pembagian dividen yang tinggi pada masa sekarang akan dihubungkan dengan arus kas yang tinggi pula dimasa mendatang).

Suatu implikasi yang dapat diuji dari model-model pemberian isyarat adalah bahwa perubahan dividen dan perubahan *earnings* bergerak ke arah yang sama. Walaupun demikian, penting untuk dicatat bahwa hubungan antara perubahan dividen dan perubahan pendapatan masa depan (*future earnings*) adalah suatu yang penting,

tetapi tidak cukup, untuk mengkondisikan dividen sebagai pemberian isyarat (Allen dan Michaely, 2003). Hasil penelitian ini membuktikan bahwa terdapat suatu hubungan kausalitas dengan arah koefisien positif dan signifikan antara variabel *return on equity* dan *dividend payout ratio*.

6.2.1.3 Implikasi terhadap *Dividend Theory* dan *Free Cash Flows Theory*

Diterimanya hipotesis 9a yang menyatakan bahwa *dividen payout ratio* berpengaruh positif terhadap *Tobin's q* yang dapat dicapai perusahaan, menunjukkan bahwa hasil penelitian ini mendukung *bird in hand theory* sebagai suatu teori relevansi dividen dari Gordon dan Lintner (1963), Long (1978) dan Sterk dan Vandenberg (1990). Hasil pengujian terhadap hipotesis 9a, juga menguatkan temuan Harry DeAngelo dan Linda DeAngelo (2005) dan Brav, Graham, Harvey, dan Michaely (2005) yang mendokumentasikan suatu bukti bahwa para eksekutif keuangan bersifat ragu-ragu untuk membuat perubahan besar pada kebijakan *payout ratio* karena perubahan seperti itu akan mengubah suatu pemodal dasar perusahaan dan dengan kurang baik mempengaruhi harga sahamnya.

Implikasi lainnya dari temuan-temuan penelitian ini terhadap teori keagenan adalah: **Pertama**, dividen merupakan suatu mekanisme untuk mengurangi *free cash flow* yang ada di bawah kendali manajemen. Mengurangi dana yang ada di bawah kendali manajemen akan menghasilkan suatu kekuatan yang mendorong manajer untuk lebih sering masuk ke dalam pasar modal, jadi menaruh mereka di bawah pengawasan yang cermat dari para pemasok modal (Rozeff, 1982, dan Easterbrook, 1984). **Kedua**, meningkatkan pendanaan dengan hutang menunjukkan sebagai

mekanisme dalam mengatasi masalah keagenan, karena dengan hutang perusahaan mempunyai kewajiban untuk mengembalikan pinjaman dan membayar beban bunga secara periodik. Kondisi ini menyebabkan manajer bekerja keras untuk meningkatkan laba sehingga dapat memenuhi kewajiban dari penggunaan hutang tersebut (Jensen, 1986). **Ketiga**, meningkatkan monitoring melalui *institutional ownership* menunjukkan sebagai mekanisme dalam mengatasi masalah keagenan. Shleifer dan Vishny (1986) dan Coffe (1991) menyatakan bahwa *institutional ownership* sangat berperan dalam melakukan monitoring terhadap perilaku manajer khususnya dalam meningkatkan nilai *takeover* dan dapat memaksa manajemen untuk lebih berhati-hati dalam mengambil keputusan yang bersifat oportunistik.

6.2.2 Implikasi Manajerial

Tujuan dari pengelolaan keuangan perusahaan adalah untuk meningkatkan nilai perusahaan, yang tercermin dari harga sahamnya (Wright dan Ferris, 1997; Walker 2000; Qureshi, 2006). Tujuan perusahaan itu dapat dicapai melalui pelaksanaan fungsi-fungsi manajemen keuangan dengan hati-hati dan tepat, mengingat setiap keputusan keuangan yang diambil akan mempengaruhi keputusan keuangan yang lain dan pada gilirannya akan berdampak terhadap nilai perusahaan (Jensen dan Smith, 1994; Fama dan French, 1998). Manajemen keuangan menyangkut penyelesaian atas keputusan penting yang diambil perusahaan, antara lain keputusan investasi, pendanaan, dan kebijakan deviden. Suatu kombinasi yang optimal atas ketiganya akan memaksimumkan nilai perusahaan, dengan demikian

keputusan-keputusan tersebut saling berkaitan satu dengan lainnya (Mbodja dan Mukhrejee, 1994; Qureshi, 2006).

Berdasarkan pada paparan di atas, implikasi praktis dari hasil penelitian ini adalah memberikan pedoman bagi para manajer dalam menjalankan fungsi-fungsi manajemen keuangan perusahaan. Adapun fungsi-fungsi dari manajemen keuangan perusahaan yang dimaksud adalah fungsi investasi, fungsi pendanaan, dan fungsi dalam menjalankan kebijakan dividen, dengan tujuan untuk meningkatkan nilai perusahaan. Implikasi praktis dari hasil penelitian ini terhadap ketiga fungsi pengelolaan keuangan perusahaan adalah sebagai berikut:

- 1) Berkaitan dengan fungsi investasi, hasil pengujian hipotesis 3c menunjukkan bahwa *systematic risk* berpengaruh positif dan signifikan terhadap profitabilitas perusahaan yang diproksi dengan *return on equity*. Dengan demikian, hasil pengujian hipotesis 3c ini menyarankan bahwa para manajer hendaknya mengambil proyek-proyek investasi yang berisiko, karena investasi yang berisiko akan membawa konsekuensi terhadap *rate of return* secara proporsional. Selanjutnya untuk meningkatkan *systematic risk*, maka harus ditingkatkan struktur dan mekanisme *corporate governance* yang di proksi dengan *institutional ownership* (hipotesis 2a) dan *boards size* (hipotesis 2c).

Kepemilikan saham oleh investor institusional (*institutional ownership*) dan besarnya ukuran dewan komisaris (*boards size*) dari suatu perusahaan, telah menunjukkan kemampuannya mendorong pihak manajemen untuk mengambil

proyek-proyek investasi yang berisiko sebagai konsekuensi untuk mendapatkan proyek-proyek investasi dengan *net present value* yang positif.

- 2) Berkaitan dengan fungsi pendanaan, hasil pengujian hipotesis 3a dan 4a menunjukkan bahwa *debt to assets ratio* berpengaruh positif terhadap *return on equity* dan *dividend payout ratio*. Dengan demikian, hasil pengujian hipotesis 3a dan 4a ini menyarankan bahwa para manajer hendaknya menggunakan sumber dana eksternal (hutang) disamping dana internal perusahaan (ekuitas) dalam struktur modalnya. Sedangkan untuk dapat meningkatkan *debt to assets ratio*, maka harus ditingkatkan struktur dan mekanisme *corporate governance* yang di proksi dengan *boards independent* (hipotesis 1b) dan *boards size* (hipotesis 1c). Besarnya proporsi anggota dewan komisaris independen (*boards independent*) dan besarnya ukuran dewan komisaris (*boards size*) dari suatu perusahaan, telah menunjukkan kemampuannya mendorong pihak manajemen untuk menggunakan sumber dana eksternal, selain dana yang bersumber dari internal, dalam pembentukan struktur modal perusahaan.

Namun demikian, penggunaan hutang ini haruslah berhati-hati, karena hasil studi Crutchley dan Hansen (1989) menyatakan bahwa tingkat hutang yang terlalu tinggi akan membuat perusahaan menanggung biaya keagenan hutang, Struktur modal yang optimal menurut teori statis adalah didasarkan pada keseimbangan antara manfaat dari penghematan pajak atas penggunaan hutang terhadap biaya kebangkrutan (Myers, 1984 dan Paskin, 1989). Secara teknis penggunaan hutang

adalah dibenarkan apabila rentabilitas ekonomis dari suatu perusahaan lebih tinggi dibandingkan dengan tingkat bunga dari penggunaan hutang itu.

- 3) Berkaitan dengan fungsi dalam menjalankan kebijakan dividen, hasil pengujian hipotesis 9a menunjukkan bahwa *dividend payout ratio* berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan yang diproksi dengan *Tobin's q*. Dengan demikian, hasil pengujian hipotesis 9a ini menyarankan bahwa para manajer hendaknya melakukan pembayaran dividen agar tujuan meningkatkan nilai perusahaan dapat diwujudkan. Hasil penelitian ini menyarankan bahwa para manajer hendaknya membagikan rata-rata sebesar 22,02% atau lebih dari *earning per share* yang diperoleh perusahaan, kepada para pemegang saham sebagai dividen tunai. Sedangkan, rata-rata *dividend payout ratio* (DPR) untuk industri manufaktur hasil pengamatan antara tahun 2000 sampai dengan tahun 2007 adalah sebesar 35,13%. Selanjutnya, hasil penelitian ini menyarankan bahwa untuk dapat meningkatkan DPR, maka harus ditingkatkan *debt to assets ratio* (hasil pengujian hipotesis 4a), *return on equity* (hasil pengujian hipotesis 4c), dan *institutional ownership* (hasil pengujian hipotesis 8a).

6.2.3 Implikasi Praktis bagi Investor

Penelitian ini menggunakan perusahaan-perusahaan sektor manufaktur yang membagikan dividen sebagai sampel antara tahun 2000 sampai dengan tahun 2007. Temuan penelitian ini diantaranya adalah para manajer dari perusahaan-perusahaan tersebut menunjukkan cukup bukti bahwa mereka tidak berperilaku *opportunistic*. Kondisi ini lebih ditunjukkan dengan adanya pengaruh yang positif dan signifikan

dari tingkat risiko terhadap *return on equity*, dan adanya pengaruh yang positif ukuran perusahaan (*firm size*) dan *debt to assets ratio* terhadap *return on equity*. Selanjutnya, variabel *return on equity* berpengaruh positif dan signifikan terhadap *dividend payout ratio*, yang pada gilirannya berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan yang diproksi dengan *Tobin's q*.

Rekomendasi untuk melakukan investasi pada saham-saham perusahaan tersebut diberikan dengan terlebih dahulu harus memperhatikan perkembangan dari struktur dan mekanisme *corporate governance* internal yang dimiliki perusahaan. Struktur dan mekanisme *corporate governance* yang dimaksud dalam hal ini adalah lebih ditujukan pada besarnya *institutional ownership*, *boards independent* dan besarnya *boards size*. Hal ini disebabkan, ketiga variabel yang menjadi proksi dari struktur *corporate governance* internal itu telah menunjukkan pengaruhnya yang positif dan signifikan terhadap perilaku oportunistik manajerial yang diproksi dengan *debt to assets ratio* dan *systematic risk*. Selanjutnya, variabel *institutional ownership* berpengaruh positif dan signifikan terhadap *dividend payout ratio* dan variabel *institutional ownership* beserta *boards independent* berpengaruh positif dan signifikan terhadap *Tobin's q*.

6.2.4 Implikasi bagi Pemerintah

Temuan penelitian ini mempunyai dua implikasi praktis bagi Pemerintah maupun Regulator di Indonesia, yang dapat dikemukakan sebagai berikut: hasil penelitian ini mendukung keputusan Direksi PT Bursa Efek Jakarta Nomor Kep-315/BEJ/06-2000 yang diperbaharui dengan keputusan Direksi PT Bursa Efek Jakarta

Nomor Kep-339./BEJ/07-2001 butir C mengenai *boards governance*. Keputusan tersebut diantaranya menyatakan bahwa untuk mencapai *good corporate governance*, maka jumlah anggota dewan komisaris independen sekurang-kurangnya adalah 30% dari seluruh anggota dewan komisaris. Dukungan temuan penelitian ini terhadap keputusan Direksi PT Bursa Efek Jakarta (BEJ) di atas adalah ditunjukkan dengan kemampuan *Boards Independent* dalam mengurangi dan atau mencegah kecenderungan para manajer untuk berperilaku oportunistik yang diproksi dengan *debt to assets ratio*.

Hasil penelitian ini, selanjutnya menunjukkan bahwa variabel *debt to assets ratio* tidak berpengaruh positif dan signifikan terhadap profitabilitas yang diproksi dengan *return on equity*. Temuan penelitian ini memberikan masukan kepada pihak bank atau lembaga keuangan lainnya untuk lebih berhati-hati dalam memberikan kredit investasinya. Hal ini disebabkan para manajer juga mempunyai kecenderungan untuk menggunakan hutang yang tinggi bukan atas dasar maksimisasi nilai perusahaan, melainkan untuk kepentingan oportunistik mereka (Jensen dan Meckling, 1976), walaupun disamping itu hutang juga bisa digunakan untuk mengurangi atau mengontrol konflik keagenan (Jensen, 1986).

6.3 Keterbatasan dan Agenda Penelitian Mendatang

Model teoritikal dasar yang dibangun dan model penelitian empiris yang dikembangkan dalam penelitian ini, tentu saja masih menyisakan banyak keterbatasan. Adapun, keterbatasan dari penelitian ini terletak pada beberapa hal, yang dapat dikemukakan sebagai berikut:

- 1). Model teoritikal dasar (*grand theoretical model*) yang diusulkan dalam penelitian ini tidak mengikutsertakan faktor fundamental ekonomi makro yang dapat menggambarkan kondisi perekonomian nasional saat ini dan prediksinya ke depan. Faktor fundamental ekonomi makro yang dimaksudkan antara lain: laju inflasi; jumlah uang yang beredar; tingkat bunga; kurs valuta asing; dan kebijakan pemerintah lainnya, yang sangat dimungkinkan menjadi salah satu faktor determinan yang signifikan bagi manajer dalam mengambil berbagai keputusan. Adapun, keputusan manajer dalam pengelolaan keuangan perusahaan, sebagaimana telah dikemukakan, adalah menyangkut tentang keputusan investasi, keputusan pendanaan, dan keputusan dalam menjalankan kebijakan dividen. Dengan demikian, keterbatasan dari penelitian ini memberi peluang bagi penelitian yang akan datang untuk mempertimbangkan faktor fundamental ekonomi makro tersebut dalam membangun dan mengembangkan *grand theoretical model* yang diusulkan.
- 2). Model empiris dalam penelitian ini hanya menggunakan struktur dan mekanisme *corporate governance* internal dengan alasan bahwa teori keagenan lebih menyoroti aspek mekanisme *internal corporate governance* (Eisenhardt, 1989). Sedangkan, menurut Wals dan Seward (1990) serta World Bank (1999) menyatakan bahwa secara umum dikenal dua mekanisme kontrol yaitu mekanisme kontrol eksternal dan mekanisme kontrol internal. Mekanisme eksternal merupakan pengendalian perusahaan berdasarkan mekanisme pasar (*the market for corporate control*) yaitu dengan melalui efektifitas pasar modal (Fama

dan Jensen, 1983), pasar produk dan jasa (Grossman dan Hart, 1982), serta *the managerial labor market* (Fama, 1980). Dengan demikian, keterbatasan penelitian ini memberi peluang bagi penelitian yang akan datang untuk mempertimbangkan *external corporate governance* tersebut, baik dalam membangun *grand theoretical model* yang diusulkan maupun dalam mengembangkan model penelitian empirisnya.

- 3). Perilaku Oportunistik Manajerial dalam penelitian ini hanya diproksi dengan tiga variabel, yaitu *debt to assets ratio*, *firm size*, dan *systematic risk*. Sedangkan, menurut Bethel dan Julia (1993) manajer termotivasi untuk menanamkan modalnya pada aspek pertumbuhan dan penurunan risiko melalui diversifikasi walaupun tindakan tersebut tidak meningkatkan kesejahteraan pemegang saham. Sejalan dengan hal itu, studi Grant, Jammie dan Thomas (1988) menunjukkan bahwa strategi diversifikasi yang tidak terfokus (*unrelated diversification*) lebih disukai untuk mengurangi risiko kebangkrutan dari pada diversifikasi yang terfokus (*related diversification*). Dengan demikian, keterbatasan dari penelitian ini diharapkan dapat memberi atau membuka peluang bagi penelitian yang akan datang untuk mempertimbangkan variabel *unrelated diversification* sebagai salah satu proksi dari perilaku oportunistik manajerial.
- 4). Perusahaan yang menjadi sampel dalam penelitian ini hanya menyangkut sektor industri manufaktur, dengan menggunakan data mulai tahun 2000 sampai dengan tahun 2007. Adapun, alasan hanya digunakannya satu sektor industri adalah untuk menghindari perbedaan karakteristik industri. Penelitian ini menggunakan *pooled*

data, yaitu gabungan antara *crosssection data* dan *time series data*. Oleh karena itu, agar penelitian mendatang memberikan kekuatan generalisasi yang lebih luas dan lebih baik, diharapkan dapat melibatkan seluruh sektor industri. Adapun, untuk menghindari perbedaan karakteristik industri, maka disarankan untuk menggunakan *fixed effect model* dan *time effect model*, selain *pooled model* seperti yang digunakan dalam penelitian ini.

Kedua model analisis data ini, yaitu *fixed effect model* dan *time effect model*, mengasumsikan bahwa nilai *intercept* bervariasi di antara individu perusahaan dan sepanjang periode waktu yang dianalisis, berarti memasukkan unsur-unsur spesifik perusahaan di dalam analisis dan kondisi eksternal seperti perubahan teknologi, kondisi perekonomian secara umum, dan sebagainya. Hal ini dikarenakan sangat dimungkinkan bahwa di antara perusahaan-perusahaan yang menjadi sampel dalam suatu penelitian terdapat perbedaan-perbedaan unik, misalnya dalam hal gaya manajerial atau falsafah perusahaannya.

- 5). Model analisis data dalam penelitian ini menggunakan asumsi bahwa hubungan kausalitas antara variabel-variabel eksogen dan variabel endogen adalah bersifat linier, sehingga dimungkinkan terjadi bias untuk hasil analisisnya. Keterbatasan dari penelitian ini diharapkan dapat membuka peluang bagi penelitian yang akan datang untuk mempertimbangkan model analisis data yang bersifat non linier, sebagai upaya untuk mendapatkan hasil analisis data yang lebih akurat.

DAFTAR PUSTAKA

- Agrawal, A., dan G. Mandelker (1990), "Large shareholders and the monitoring of managers". *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 25, No. 2 pp. 143 - 161.
- Agrawal, A dan C.R. Knouber (1996), "Firm Performance and Mechanisme to Control Agency Problem between Managers and Shareholders". *Journal of Financial and Quantitative Analysis*", Vol. 31, No. 3, pp. 377-397.
- Akhmad Syakhroza (2002), "Mekanisme Pengendalian Internal dalam melakukan Assesment terhadap Pelaksanaan Good Corporate Governance". *Manajemen Usahawan Indonesia*, No. 08/Th. XXXI, Agustus.
- _____(2003), "Best Practices Corporate Governance dalam konteks Kondisi Lokal Perbankan-Indonesia". *Manajemen Usahawan Indonesia*, No. 06/Th. XXXII, Juni.
- _____(2003), "Teori Corporate Governance". *Manajemen Usahawan Indonesia*, no. 08/Th. XXXII, Agustus.
- _____(2004), "Model Komisaris untuk Efektivitas GCG di Indonesia". *Manajemen Usahawan Indonesia*, No. 05/Th. XXXII3, Mei.
- Alexander, J. A., Fennell, M. L., dan Halpem, M. T. (1993), "Leadership instability in hospitals: The influence of board-CEO relations and organizational growth and decline". *Administrative Science Quarterly*, Vol. 38: pp. 74-99.
- Allen, F., dan D. Gale (2000), "Diversity of Opinion and Financing of New Technologies". *Journal of Financial Intermediation*, Vol. 8: pp. 68-89.
- Allen F., A. Bernardo, dan I. Welch (2000), "A theory of dividends based on tax clienteles". *Journal of Finance*, Vol. 55: pp. 2499-2536.
- Allen, F., dan R. Michaely (2003), "Payout Policy, in G. M. Constantinides, M. Harris and R. M. Stulz (eds)". *Handbook of the Economics of Finance*, Chapter 7, 1st edn, Vol. 1, Amsterdam: Elsevier, pp. 337-429.
- Al-Malkawi, Husam-Aldin Nizar (2007), "Determinants of Corporate Dividend Policy in Jordan: An Application of the Tobit Model". *Journal of Economic & Administrative Sciences*, Vol. 23, No. 2: pp. 44-70.

- Ali, A., dan L. S. Hwang (2000), "Country-Specific Factors Related to Financial Reporting and the Value Relevance of Accounting Data". *Journal of Accounting Research*, Vol. 38: pp. 1-21.
- Ammar, Abdurahman; Awad S. Hanna; Erik V. Nordheim; dan Jeffrey S. Russell (2003), "Indicator Variables Model of Firm's Size-Profitability Relationship of Electrical Contractors Using Financial and Economic Data". *Journal Of Construction Engineering and Management* © Asce / March/April. pp. 192-197.
- Ambarish, R., John K. dan Williams J. (1987), "Efficient Signaling With Dividends and Investmen". *Journal of Finance*, Vol. 47: pp. 321-344.
- Amidu, Mohammed (2007), "How Does Dividend Policy Affect Performance of The Firm on Ghana Stock Exchange". *Investment Management & Financial Innovations*; 4, 2; ABI/INFORM Global, pp. 103-137.
- Amihud, Y. dan B. Lev (1981), "Risk Reducction as a Managerial Motive for Conglomerate Mergers". *Bell Journal of Economic*, Vol. 12: pp. 11-18.
- Amihud, Y., Li, K. (2002), "The declining information content of dividend announcements and the effect of institutional holdings". *Unpublished working paper*. New York University.
- Amihud, Y. dan K. Li (2006), "The Declining Information Content of Dividend Announcements and the Effect of Institutional Holdings". *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 41, pp. 637-660.
- Anand, Manoj (2004), "Factors Influencing Dividend Policy Decision Of Corporate India". *The ICFAI Journal Of Applied Finance*.
- Anderson, Kirsten L., Daniel N. Deli dan Stuart L. Gillian (2003), "Boards Of Directors, Audit Committees, and The Information Content of Earnings". *Working paper*, September.
- Ang J.S.,R.A. Cole dan J.W.Lin (2000), "Agency Cost and Ownership Structure". *The Journal Finance*, Vol. LV, No.1: pp. 81-106.
- Arifin (2005), "Peran Akuntan dalam Menegakkan Prinsip *Good Corporate Governance* pada Perusahaan di Indonesia (Tinjauan Perspektif Teori Keagenan)," Pidato Pengukuhan Guru Besar dalam Ilmu Akuntansi pada Fakultas Ekonomi Universitas Diponegoro, Semarang.

- Bajaj, M. dan A. Vijh (1990), "Dividend Clienteles and Information Content of Dividend Changes". *Journal of Financial Economics*, Vol. 26: pp. 193–220.
- Baker H Kent; Gail E Farrelly; dan R. B. Edelman (1985), "A Survey of Management Views on Dividend Policy". *Financial Management*, Vol. 14: p. 78-84.
- Baker, H.K. dan G.E. Powell (1999), "How Corporate Managers View Dividend Policy". *QJBE*, Vol. 38: pp. 17-35.
- Baker, H. Kent dan Gary E. Powell (2000), "Factors Influencing Dividend Policy Decision". *Financial Practice and Education*. Forthcoming in Spring/Summer issue.
- Baker, H. Kent, E. Theodore Veit, dan Gary E. Powell (2001), "Factors Influencing Dividend Policy Decisions Of Nasdaq Firms". *The Financial Review*. Vol. 38: pp. 19-38.
- Baker, M., dan J. Wurgler (2004), "A Catering Theory of Dividends". *Journal of Finance*, Vol. 59: pp. 1125-1165.
- Baker, H. Kent, Gail E. Farrelly, dan Richard B. Edelman (1985), "A Survey of Management Views on Dividend Policy". *Financial Management*, Vol. 14 (No. 3, Autumn): pp. 78-84.
- Baker, H. Kent; Tarun K. Mukherjee; dan Ohannes George Paskelian (2005), "corporate dividend policy: the views of british financial managers". *JEL classification*: G35.
- Baker, H. Kent dan Gail E. Farrelly (1988), "Dividend Achievers: A Behavioral Look". *Akron Business and Economic Review*, Vol. 19 (No. 1, Spring): pp. 79-92.
- Baker, H. Kent dan Gary E. Powell (2000), "Factors Influencing Dividend Policy Decision". *Financial Practice and Education*, *Forthcoming in Spring/Summer issues*.
- Balasubramanian, N., B. S. Black dan V. Khanna (2008), "Firm-level Corporate Governance in Emerging Markets: A Case Study of India". *ECGI Working Paper*, No. 87, University of Texas.
- Bali, Rakesh (2003), "An Empirical Analysis of Stock Returns Around Dividend Changes". *Applied Economics*, Vol. 35: pp. 51-61.

- Bassamalah, Anies S., dan Johnny Jermias. 2005. "Social and Environmental Reporting and Auditing in Indonesia: Maintaining Organizational Legitimacy?" *Gadjah Mada International Journal of Business*. January-April Vol. 7 No. 1. pp: 109 – 127.
- Ball, R. dan P. Brown (1968) "An Empirical Evaluation of Accounting Income Numbers". *Journal of Accounting Research*, No. 46: pp. 159-78.
- Bambang Riyanto L.S. (2003), "*Corporate Governance di Indonesia: A General Overview*". Makalah Disampaikan di Forum Diskusi Ekonomi Putaran1. Universitas Atma Jaya, Yogyakarta. 24 April.
- Band, David (1992), "Corporate Governance: Why Agency Theory is not Enough". *European Management Journal*", Vol. 10. No. 4, December: pp.124-140.
- Banhart, S.C. dan S. Rosenstein (1998), "Board Composition, Managerial Ownership, and Firm Performance: An Empirical Analysis". *Financial Review*, Vol. 33: pp. 1-16.
- Banhart, Scott W. (1994), "Board Composition, Managerial Ownership and Firm Performance: an Empirical Analysis". *Working Paper*, (Clemson University Departemen of Finance): pp. 2 – 24.
- Barclay, M. J., dan C. W. Smith, Jr. (1988), "Corporate Payout Policy: Cash Dividends versus Open-Market Repurchases". *Journal of Financial Economics*, Vol. 22, pp. 61-82.
- Barclay M. J. dan C. G. Holderness (1989), "Private benefits from control of public corporations". *Journal of Financial Economics*, Vol. 25: pp. 371-395.
- Barclay, M. dan Holderness, C. (1991), "Negotiated block trades and corporate control". *Journal of Finance*, Vol. 46: pp. 861-878.
- Barclay, M.J., Smith, C.W., Jr., dan R.L. Watts (1995), "The Determinants of Corporate Leverage and Dividend Policies". *Journal of Applied Corporate Finance*, Vol. 8: pp. 4-19.
- Barney, Jay (2002), "*Gaining and Sustaining Competitive Advantage*", Second Edition, Prentice Hall.
- Bathala, C.T., K.P. Moon, dan R.P. Rao (1994), "Managerial Ownership, Debt Policies and The Impact of Institutional Holdings: An Agency Perspective". *Financial Management*, Vol. 23: pp. 38-50.

- Bawazer, A dan Herman N Rahman (1991), “*Dividen Perusahaan dan Efisiensi di Pasar Modal Jakarta*”. Usahawan No.8 Th.XX Agustus : 10 – 15.
- Baysinger, B., dan Hoskinsson, R. E., (1990), “The composition of the Board of Directors and Strategic Control: Effects of corporate strategy”. *Academy of Management Review*, Vol. 15: pp. 72-87.
- Beasley, Mark S., 1996. An Empirical Analysis of The Relation Between The Board of Director Composition and Financial Statement Fraud. *The Accounting Review*. Vol. 71, No 4, Oktober: 443-465.
- Beaver, William H. (1968), “The Information Content of Annual Earnings Announcements”. *Journal of Accounting Research, Supplement*, pp. 67-92.
- Beaver, R. Clarke, dan W. Wright (1979), “The Association Between Unsystematic Security Return and the Magnitude of Earnings Forecast Error”. *Journal of Accounting Research* 17. pp. 316 – 340.
- Bebczuk R. (2005), "Corporate governance and ownership: measurement and impact on corporate performance and dividend policies in Argentina". *Center for Financial Stability*, Working Paper.
- Beiner, Stefan, Drobetz, Wolfgang, Schmid, Marcus E. Zimmermann, Heinz, (2004), “An Integrated Framework Of Corporate Governance And Firm Valuation–Evidence From Switzerland”. *ECGI Finance Working Paper*, N. 34/2004, [Http://Papers.Ssrn.Com/Abstract_Id=489322](http://Papers.Ssrn.Com/Abstract_Id=489322).
- Beiner. S., W. Drobetz, F. Schmid dan H. Zimmermann (2003), ”Is Board zise An Independent Corporate Governance Mechanism”? <http://www.wwz.unibaz.ch/cofi/publications/papers/2003/06.03.pdf>.
- Belkhir, Mohamed (2008), “Board of Directors’ Size and Performance in the Banking Industry”. *forthcoming in the International Journal of Managerial Finance*, JEL classification: G21, G34.
- Benartzi, S., R. Michaely, dan R. Thaler (1997), “Do Changes in Dividends Signal the Future or the Past”? *Journal of Finance*, Vol. 52, No. 3: pp. 1007-1034.
- Benartzi Shlomo; Roni Michaely; dan Richard Thaler (1997), “Do Changes in Dividends Signal the Future or the Past”. *Journal of Finance*, Vol. 52, No. 3: pp. 1007-1034.

- Berle, Adolph dan Means, Gardiner (1932). *The Modern Corporation and Private Property*. MacMillan, New York, N.Y.
- Bethel, J.E. dan Julia Liebeskind (1993), "The Effect of Ownership Structure on Corporate Structuring". *Strategi management Journal*, Vol. 14: pp. 15 – 31.
- Bernhart, S. W., dan Rosenstein S. (1998), "Board Composition, Managerial Ownership, and Firm Performance: An Empirical Analysis". *Financial Review*, Vol: 33, pp. 1-16.
- Berle, Adolf, dan Gardiner Means (1932), "*The Modern Corporation and Private property*". Mac-Millan, New York.
- Bhattacharya, N. (2007), "Dividend Policy: A Review". *Managerial Finance*, Vol. 1: 4-13.
- Bhattacharya, Prasad S., dan Michael Graham (2007), "Institutional Ownership and Firm Performance: Evidence from Finland". *Working Paper Series*, <http://ssrn.com/abstract=1000092>.
- Bhattacharya, S. (1979), "Imperfect Information, Dividend Policy, and "The Bird in the Hand" Fallacy". *Bell Journal of Economics*, Vol. 10: pp. 259-270.
- Bhattacharya, S. (1979), "Imperfect Information, Dividend Policy and the Bird in the Hand Fallacy". *Bell Journal of Economics*, Vol. 10: pp. 259–27.
- Black, B.S, W. Kim, H. Jang, dan K.S. Park, (2002), "Does Corporate Governance Affect Firm Value? Evidence from Korea". *Finance Working Paper*, No.103, <http://www.ssrn.com>.
- Black, B. S., H. Jang dan W. Kim (2006), "Does Corporate Governance Affect Firm's Market Values? Evidence from Korea". *Journal of Law, Economics & Organization*, Vol. 22: pp. 366-413.
- Black, B. S., W. Kim, H. Jang, dan K. S. Park, (2005), "Does Corporate Governance Predict Firms' Market Values: Time-Series Evidence from Korea". *Working Paper*, No. 51, University of Texas Law and Economics.
- Black, B. S. dan V. Khanna (2007), "Can Corporate Governance Reforms Increase Firm Market Values? Event Study Evidence from India". *Journal of Empirical Legal Studies*, Vol. 4: pp. 749-796.

- Black, F., dan Scholes, M. (1974), The effects of dividend yield and dividend policy on common stock prices and returns. *Journals of Financial Economics*, Vol. 1: pp. 1-22.
- Black, F. (1976), "The Dividend Puzzle". *Journal of Portfolio Management*, Vol. 2: pp. 5–8.
- Bøhren, Øyvind, dan Ødegaard, Bernt Arne, (2004), "Governance and performance revisited". *ECGI working paper series in finance*, N. 28/2004, http://ssrn.com/abstract_id=423461.
- Bond, Michael T., dan Mbodja Mougoue (1991), "Corporate Dividend Policy and Partial Adjustment Model". *Journal of Economics and Business*, Vol. 43, No. 2: pp. 165-178.
- Borokhovich, K., Brunarski, K.R., Harman, Y., dan Kehr, J. B. (2005), "Dividends, Corporate Monitors and Agency Costs," *Financial Review*, Vol. 40, pp. 37-65.
- Brav. A.; J. R. Graham; C. R, Harvey; dan R. Michaely (2005), "Payout Policy in the 21st Century". *Journal of Financial Economic*, Vol. 11: pp. 483-527.
- Brav, Alon, dan James B. Heaton (1997), "The economic effects of prudent man laws: Empirical evidence from stock ownership dynamics". *Working paper*, Fuqua School of Business, Duke University.
- Brav, A., Graham, J.R., Harvey, C.R., dan Michaely, R. (2003), "Payout policy in the 21st century", Working Paper.
- Brennan, Michael (1970), "Taxes, Market Valuation dan Corporate Financial Policy". *National Tax Journal*, pp. 417-427.
- Brealey, Richard A., Myers, Stewart C. dan Marcus, Alan J. (1995), "*Fundamentals of Corporate Finance*". International Edition, Mc Graw-Hill, Inc.
- Brealey R.A. dan Myers S.C. (2000), "*Principles of Corporate Finance*". Boston: Irwin/McGraw-Hill. 6th ed.
- Brealey, R. dan S. Myers (2005), *Principles of Corporate Finance, 8th edn*. London: McGraw-Hill.

- Brickley, J., Lease, R.C., dan Smith, C.W. (1988), "Ownership structure and voting on antitakeover amendments". *Journal of Financial Economics*, Vol. 20: pp. 267-91.
- Brigham, Eugene F. dan Houston Joel F. (2006), "*Dasar-Dasar Manajemen Keuangan Jilid 1*". Alih Bahasa Ali Akbar Yulianto, Edisi Kesepuluh, Penerbit Salemba Empat, Jakarta.
- Britain, John A. (1964). "The Tax Structure and Corporate Dividend Policy," *American Economic Review*, Vol. 54, No. 3: pp. 272-287.
- Brook Yaron, Charlton William T., Jr., dan Hendershott Robert J. (1998), "Do Firms Use Dividends to Signal Large Future Cash Flow Increases"? *Journal of Financial Management*, Vol. 27, N0.3: pp. 45-57.
- Budiwitjaksono, Gideon, S., (2005), "Kualitas Laba: Studi Pengaruh Mekanisme Corporate Governance dan dampak manajemen laba dengan menggunakan analisis jalur". *Simposium Nasional Akuntansi VIII*, Solo.
- Budiwitjaksono, Gideon, S., (2005), "Pengaruh Mekanisme *Corporate Governance* Terhadap Manajemen Laba dan Dampaknya pada Kualitas Laba". *Disertasi Tidak Dipublikasikan*. Program Pascasarjana Ilmu Akuntansi. Universitas Padjadjaran. Bandung.
- Byrne, J.A. (1996), "The best and worst boards". *Business Week*, November 25.
- Casey, K.M., dan R.N. Dickens (2000), "The Effects of Tax and Regulatory Changes on Commercial Bank Dividend Policy". *Quarterly Review of Economics and Finance*, (Summer): pp. 279-293.
- Casey, K.M., D.C. Anderson, H.I. Mesak, dan R.N. Dickens (1999), "Examining the Impact of the 1986 Tax Reform Act on Corporate Dividend Policy: A New Methodology," *The Financial Review*, (August): pp. 33-46.
- Cascio, W. F. (1995), "Whither Industrial and Oranizaional Psychology in a Changing World of Work?" *American Psychologist*, 50.
- Chaganti. R. dan Damanpour, F. (1990), "Additional Evidence on Equity Ownership and Corporate Value". *Journal of Financial Economics*, Vol. 27: pp. 595-612.

- Chaochharia, Vidhi dan Grinstein, Yaniv, (2006), "Corporate Governance and Firm Value: The Impact of the 2002 Governance Rules". *Forthcoming, Journal of Finance*.
- Chen, Jian., Roger Strange (2005), "The Determinants of Capital Structure: Evidence from Chinese Listed Companies". *Economic Change and Restructing*, Vol. 38: pp. 11-35.
- Chen, R. Carl, Steiner T. (1999), "Managerial Ownership and Agency Conflicts: a Nonlinear Simultaneous Equation Analysis of Managerial Ownership, Risk Taking, Debt Policy, and Dividend Policy". *Financial Review*, Vol. 34: pp. 22-46.
- Chen, C.R., Weiyu Guo, dan Vivek Mande (2006), "Corporate Value, Manajerial Stockholdings and Invesment of Japanese Firms". *Journal of International Financial Management and Accounting*, Vol 17, No.1: pp. 29-51.
- Chen, Xin dan Jienfei Sun (2007), "Tax-Exempt Institution, Non-Tax-Exempt Institutions, and Dividend Clientele". *JEL. Classification: G35*. Electronic copy available at: <http://ssrn.com/abstract=972413>.
- Cheng, S. (2008), "Board size and the variability of corporate performance". *Journal of Financial Economics*, Vol. 87: pp. 157-176.
- Cho, Myeong-Hyeon (1998), "Ownership structure, investment, and the corporate value: an empirical analysis", *Journal of Financial Economics*, Vol. 47: pp. 103-121.
- Chong, Alberto, dan Florencio López-de-Silanes, (2006), "Corporate Governance and Firm Value in Mexico". *Research Department Working Paper Series*, No. 564.
- Church, A. H., dan McMahan, G. C. (1996). The practice of organization and human resource development in America's fastest growing firms. *Leadership and Organization Development Journal*, Vol. 17 (2), pp. 17-33.
- Chtourou, SM., Jean Bedard, dan Lucie Courteau (2001), "Corporate Governance and Earnings Management". *Working Paper*, Universitas Laval, Quebec City, Canada. April.
- Chtourou, Sonda Marrakchi, Jean Bedard dan Lucie Courteau (2001), "Corporate Governance and Earnings Management". *Available on-line at www.ssrn.com*.

- Chyntia A, Utama (2003), "*Tiga Bentuk Masalah Keagenan (Agency Problem) dan Alternatif Pemecahannya*". Manajemen Usahawan Indonesia. N0. 09/Th. XXXII, Januari.
- Classens, Stijn., Simeon Djankov, dan Leora Klapper (1999), "Resolution of Corporate Distress in East Asia". *World Bank Policy Research Working Paper*, June: pp. 1-33.
- Clay, Darin G., (2002), "Institutional Ownership and Firm Value". *Working Paper Series*, <http://ssrn.com/abstract=485922>.
- Clarkson, Kenneth dan Miller, Roger LeRoy (1983), "*Industrial Organization*". Mc Graw Hill.
- Coffee, J.C., Jr. (1991), "Liquidity versus control: The institutional investor as a corporate monitor". *Columbia Law Review*, Vol. 91, No. 6: pp. 1277–1368.
- Coffee, J. Jr. (1999), "The future as history: The prospects for global convergence in corporate governance and its implications". *Northwestern University Law Review*, Vol. 93: pp. 641-707.
- Collins D.W., M. Pincus, dan H. Xie (1999), "Equity valuation and negative earnings: The role of book value of equity". *The Accounting Review*, Vol. 74: p. 29-61.
- dan S.P. Kothari (1989), "An Analysis of Intertemporal and Cross-Sectional Determinants of Earnings Response Coefficients". *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 11: pp. 143-181.
- , E. Maydew, dan I. Weiss (1997), "Changes in the Value Relevance of Earnings and Book Values Over the Past Forty Years". *Journal of Accounting and Economics*, (December): pp. 39-67.
- Copeland, Thomas E., dan Weston, J. Fred. (1983), "*Financial Theory dan Corporate Policy*, 2nd Ed.". Reading Mass: Addison-Wesley.
- Core, John E. (2001), "A Review of the Empirical Disclosure Literature: Discussion", *Journal of Accounting and Economics*, 31, pp. 441-456.
- Correia da Silva, L., dan M. Goergen, and L. Renneboog (2004), "*Dividend Policy and Corporate Governance*". Oxford: Oxford University Press.

- Credit Lyonnais Securities Asia (2001), *"Saints and sinners: Who's got religion"?* Published.
- Crutchley, C.E dan R. Hansen (1989), "A Test of Agency Theory of Managerial Ownership, Corporate Leverage, Corporate Dividends". *Financial Management*, Vol. 18; pp. 35 – 57.
- Crutchley, Claire E Marlin R.H. Jensen, John S Jahera, Jr, Jennie E. Raymond, 1999, *Agency Problems and The Simultaneity of Financial Decision Making The Role of Institutional Ownership*, *International Review of Financial Analysis*; 8:2, pp. 177-197
- Cummins, J. D., dan Sommer, D. W. (1996), "Capital and risk in property-liability insurance markets". *Journal of Banking and Finance*, Vol. 20, No. 10: pp. 69-92.
- Daily, C. M., dan Dalton, D. R. (1993), "Board of directors leadership and structure: Control and performance implications". *Entrepreneurship Theory and Practice*, Vol. 17, No. 3: pp. 65–81.
- Daily, Catherine M., dan R. Dalton, (1994), "Bankruptcy and Corporate Governance: The Impact of Board Composition and Structure". *The Academy of Management Journal*, Vol. 37, No. 6: pp. 1603-1617.
- Daley, Lane, J.S. Hughes dan J.D. Rayburn (1995), "The Impact of Earnings Announcements and on the Permanent Price Effects of the Block Trades". *Journal of Accounting Research*, Vol. 32, Autumn: pp. 317-334.
- Dalton, D. R., Daily, C. M., Johnson, J. L., dan Ellstrand, A. E. (1999), "Number of directors and financial performance: A meta-analysis". *Academy of Management Journal*, Vol. 42: pp. 674-686.
- Darmawati, D., Khomsiyah dan Rika Gelar Rahayu. (2004), "Hubungan Corporate Governance dan Kinerja Perusahaan". *Symposium Nasional Akuntansi VII*, IAI, Denpasar, 2-3 Desember 2004.
- Darrough, Masako N., Neal M. Stoughton (1986), "Moral Hazard and Adverse Selection: The Question of Financial Structure". *The Journal of Finance*, Vol. XLI, No. 2: pp. 501-513.
- Deagan, C. (2002), "Introduction: The Legitimising Effect of Social and Environmental Disclosure - a Theoretical Foundation", *Accounting, Auditing and Accountability Journal*, Vol. 15, No. 3. pp. 282-311.

- DeAngelo, H. dan L. DeAngelo (1990), "Dividend policy and financial distress: An empirical investigation of troubled NYSE firms". *Journal of Finance*, Vol. 45: pp. 1415-1431.
- DeAngelo, H., L. DeAngelo, dan D. Skinner (1992), "Dividends and losses". *Journal of Finance*, Vol. 47: pp. 1837-1864.
- DeAngelo, H., dan R.W. Masulis (1980a), "Leverage and Dividend Policy Irrelevancy Under Corporate and and Personal Taxation". *The Journal of Finance*, Vol. 35, No. 2: pp. 453-464.
- DeAngelo, H., dan R.W. Masulis (1980b), "Optimal Capital Structure Under Corporate and Personal Taxation". *The Journal of Finance Economics*, Vol. 8: pp. 3-29.
- DeAngelo, H., L. DeAngelo dan D.J. Skinner (2002), "Are Dividend Disappearing? Dividend Concentration and the Consolidation of Earning". *Working Paper*, Code No. 02-9, USC Finance and Business Economics, USC Marshall School of Business.
- DeAngelo, H., L. DeAngelo dan R. M. Stulz, (2006), "Dividend Policy and the Earned/Contributed Capital Mix: a Test of Life Cycle Theory", *Journal of Financial Economics*, Vol. 81: pp. 227-254.
- DeAngelo, Harry, Linda DeAngelo, dan Douglas J. Skinner (1996), "Reversal of fortune, dividend signaling and the disappearance of sustained earnings growth". *Journal of Financial Economics*, Vol. 40: pp. 341-371.
- DeAngelo, H., dan L. DeAngelo (2006), "The Irrelevance of the Mm Dividend Irrelevance Theorem". *Journal of Financial Economics*, Vol. 79: pp. 293-315.
- DeAngelo, H., L. DeAngelo, dan D. J. Skinner (2004), "Are Dividends Disappearing? Dividend Concentration and the Consolidation of Earnings". *Journal of Financial Economics*, Vol. 72: pp. 425-456.
- De Jong, A., D. V. DeJong, G. Mertens, dan C. E. Wasley (2005), "The Role of Self-Regulation in Corporate Governance: Evidence and Implications from the Netherlands". *Journal of Corporate Finance*, Vol. 11: pp. 473-503.
- Demzets, Harold (1983), "The Structure of Corporate Ownership: Causes and Consequences". *Journal of Political Economy*, Vol. 93, No. 6: pp. 1155-1177.

- Demsetz, H., dan K. Lehn (1985), "The Structure of Corporate Ownership: Causes and Consequences". *Journal of Political Economy*, Vol. 93: pp. 1155-1177.
- Denis, David J., dan Egor Osobov (2007), "Why Do Firm's Pay Dividends ? International Evidence on The Determinants of Dividend Policy". Electronic copy available at: <http://ssrn.com/abstract=887643>.
- Denis, D. dan Sarin, A. (1994), "The information content of dividend changes: Cash flow signaling, overinvestment, and dividend clienteles". *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 29: pp. 567-587.
- Denis, D., dan A. Sarin (1999), "Ownership and Board Structures in Publicly Traded Corporations". *Journal of Financial Economics*, Vol. 52, No. 2: pp. 187-224.
- Denis, David J., Diane K. Denis, dan Aiulya Sarin (1997), "Agency Problems, Equity Ownership, and Corporate Diversification". *Journal of Finance*, Vol. 52, No. 1: pp. 35-160.
- Desai, Mihir A., dan Li Jin (2005), "Institutional Tax Clienteles and Payout Policy". *Draft*, the financial support of the Division of Research of Harvard Business School.
- Deshmukh, Sanjay (2005), "The Effect of Asymmetric Information and Dividend Policy", *Quarterly Journal of Business and Economic Journal*, Vol. 44, No. 1 & 2, pp. 107-127.
- Dhaliwal, M. Erickson, dan R. Trezevant (1999), "A test of the theory of tax clienteles for dividend policies", *National Tax Journal*, Vol. 52: pp. 179-194.
- Dhanani, Alpa (2005), "Corporate Dividend Policy: The Views Of British Financial Managers". *Journal of Business Finance & Accounting*, Vol. 32, No. 7 & 8: pp. 1625-1672.
- Dharmapala, Dhammika dan Vikramaditya Khanna, (2008), "Corporate Governance, Enforcement, And Firm Value: Evidence From India". *Working Paper Series*, No. 08-005, Univercity of Michigan Law & Economics, 3rd Annual Conference on Empirical Legal Studies Papers.

- Dhani Ichsanuddin Nur (2003), "*Pengaruh Struktur Kepemilikan dan Karakteristik Perusahaan Terhadap Leverage serta Dividen*" (Studi pada Emiten di Bursa Efek Jakarta). Disertasi, Tidak dipublikasikan. Universitas Padjadjaran Bandung.
- Dickens, Ross N., Casey, K. Michael, dan Newman, Joseph A. (2002), "Bank Dividend Policy: Explanatory Factors". *Quarterly Journal of Business & Economics*, Vol. 41, No. 1 & 2: pp. 1-12.
- Durnev, Art, Kim, Han, (2005), "To Steal or Not To Steal: Firm Attributes, Legal Environment, and Valuation". *Journal of Finance*, Vol. 60, No. 3: pp. 1461-1493.
- Eades, Kenneth M., Patrick J. Hess, dan E. Han Kim (1984), "On interpreting security returns during the ex-dividend period". *Journal of Financial Economics*, Vol. 13: pp. 3-34.
- Easterbrook, F. H. (1984), "Two Agency-Cost Explanations of Dividends". *American Economic Review*, Vol. 74: pp. 650-659.
- Ernst dan Ernst (1978), *Social Responsibility Disclosures: 1978 Survey*, Ernst & Ernst, USA.
- Eisenhardt, K. (1989), "Agency Theory: An Assessment and Review". *Academy of Management Journal*, Vol. 14: pp. 57-74.
- Eisenberg, T., Sundgren, S., dan Wells, M.T., (1998), "Larger Board Size and Decreasing Firm Value in Small Firms". *Journal of Financial Economics*, Vol. 48: pp. 35-54.
- Eli, K., dan G. Waymire. 1999. Accounting Standard-Setting Organizations and Earnings Relevance: Longitudinal Evidence from NYSE Common Stocks, 1927-1993. *Journal of Accounting Research*. Vol 37. No.1. 293 —317
- Elton, Edwin J., dan Gruber, Martin J. (1970), "Marginal Stockholder Tax Rates dan the Clientele Effect". *Review of Economics dan Statistics*, Vol. 52: pp. 68-74.
- Elton, E. J., dan M. J. Gruber (1994), "*Modern Portfolio Theory and Investment Analysis*. 5th ed. New York. N. Y: John Wiley & Sons, Inc.

- Faccio, M., dan Lasfer, M., (2000), "Do occupational pension funds monitor companies in which they hold large stakes"? *Journal of Corporate Finance*, Vol. 6: pp. 71-110.
- Fairfield, Patricia, M. (1994), "P/B and The Present Value Future Dividends". *Financial Analysis Journal*, pp. 23-31.
- Fahlenbrach, Rüdiger, dan René M. Stulz, (2007), "Managerial Ownership Dynamics and Firm Value". *ECGI Working Paper Series in Finance*, No. 182/2007, *Journal of Financial Economics* (JFE), Forthcoming <http://ssrn.com/abstract=992919>.
- Fama, Eugene F. (1978), "The Effect of a Firm Investment and Financing Decision on The Welfare of Its Security Holders". *American Economic Review*; Vol. 68 pp. 272-280.
- Fama, E. (1980), "Agency Problems and the Theory of the Firm". *Journal of Political Economy*, pp. 288-307
- Fama, E. F., dan K. R. French (2001), "Disappearing Dividends: Changing Firm Characteristics or Lower Propensity to Pay"? *Journal of Financial Economics*, Vol. 60: pp. 3-43.
- Fama, E. F., dan K. R. French (2002), "Testing Trade-Off and Pecking Order Predictions About Dividends and Debt." *Review of Financial Studies*, Vol. 15: pp. 1-33.
- Fama, E.F., dan Jensen, M.C. (1983), "Agency problem and residual claims". *The Journal of Law and Economics*, Vol. 26: pp. 327-49.
- Fama, Eugene F., dan Harvey Babiak (1968), "Dividend policy: An empirical analysis". *Journal of the American Statistical Association*, Vol. 63: pp. 1132-1161.
- Fama, Eugene F., dan French, Kenneth R. (1998), "Taxes, Financing Decision, and Firm Value". *The Journal of Finance*, Vol LIII, No.3: June, pp. 819 – 843.
- Fan, Joseph, P.H., dan Stijin Claessens, (2002), "Corporate Governance in Asia: A Survey". *International Review of Finance*, Vol. 3, No. 2: pp. 71-103.
- Farrar, D., dan Selwyn, L. (1967), "Taxes, Corporate Financial Policy dan Return to Investors". *National Tax Journal*, (Desember). pp. 444-454.

- Farrelly, Gail E; H Kent Baker; dan Richard B Edelman (1986), "Corporate Dividends: Views of the Policy Makers". *Akron Business and Economic Review*, Vol. 17, No. 4: pp. 62-74.
- Farrelly, Gail E., dan H. Kent Baker (1989), "Corporate Dividends: Views of Institutional Investors". *Akron Business and Economic Review*, Vol. 20, (No. 2, Summer): pp. 89-100.
- Fernandez, Carlos, dan Silvia Goniez-Anson, (2006), "Does Ownership Structure Affect Firm Performance? Evidence From A Continental-Type Governance System", *Corporate Ownership of Control* /Vol. 3, Issue 2, (Winter 2005-2006: pp. 75-89.
- Ferdinand, Augusty (2005), *Struktural Equation Modelling Dalam Penelitian Manajemen*, Badan Penerbit Universitas Diponegoro Semarang.
- Fluck, Z. (1998), "Optimal Financial Contracting: Debt versus Outside Equity". *The Review of Financial Studies*, Vol. 11: pp. 383-418.
- Forum for Corporate Governance in Indonesia (2001), "*Peranan Dewan Komisaris dan komite Audit dalam Pelaksanaan Corporate Governance*". Seri tata Kelola perusahaan, Jilid II. Edisi ke-2. Jakarta.
- Francis, J. dan K. Schipper (1999), "Have Financial statements Lost Their Relevance?". *Journal of Accounting Research*, Autumn: pp. 319-352.
- Francis, J, K. Schipper, dan L. Vincent (2005), "Earnings and dividend informativeness when cash flow rights are separated from voting rights". *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 39: pp. 329-360.
- Frankfurter, George, dan Bob G. Wood, Jr. (1997), "The Evolution of Corporate Dividend Policy". *Journal of Financial Education*, Vol. 23: pp. 16-32.
- Frankfurter, Goerge, M. dan Wood, Jr. Bog G. (2004), "Dividend Policy Theories and Their Empirical Tests". *Journal of Finance*, Vol. 43: pp. 271-281
- Friend, I. dan L.H.P. Lang (1988), "An Emprirical Test of the Impact of Managerial Self Interest on Corporate Capital Structure". *Journal of Finance*, Vol. 43: pp. 271-281.
- Fuerst, Oren dan Hyon Kang-Sok (2000), "Corporate Governance Expected Operating Performance, and Pricing". *Working Papers; Yale School of Management*, pp. 1-138.

- Gao, L. F. (2002), "The Effect of Agency Problems of Pledged Stocks Held by the Board of Directors and Supervisors on Accounting Information and Firm Performance". Unpublished PhD dissertation, *Faculty of Accounting*, Cheng Kung University, Taiwan.
- Garay, Urbi dan Maximiliano González, (2008), "Corporate Governance and Firm Value: The Case of Venezuela". *Accepted Paper Series*, JELClassifications: G34, G15.
- Gaud, Philippe, Elion Jani, Martin Hoesli dan Andre Bender (2005), "The Capital Structure of Swiss Companies: an Empirical Analysis Using Dynamic Panel Data". *European Financial Management*, Vol. 11, No. 1: pp. 51-69.
- Gaver, Jennifer J., dan Kenneth M. Gaver (1993), "Additional Evidence on the Association between the Investment Opportunity Set and Corporate Financing, Dividend, and Compensation Policies". *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 16: pp. 125-160.
- Garg, Ajay K. (2007), "Influence of Board Size and Independence on Firm Performance: A Study of Indian Companies". *Vikalpa: The Journal for Decision Makers*, Vol. 32: pp. 39-60.
- Gaver, Jennifer J., dan Kenneth M. Gaver (1993), "Additional Evidence on the Association between the Investment Opportunity Set and Corporate Financing, Dividend, and Compensation Policies," *Journal Of Accounting & Economics* , 16:125-160
- Gitman, L.J, 2000, "Principle of Management Finance," 9th d, Addison Wasler, Massachussets.
- Gomes, A. (1996), "*The Dynamics of Stock Prices, Manager Ownership, and Private Benefits of Control*". Cambridge, United States: Harvard University.
- Gompers, P., J. Ishii, dan A. Metrick (2003), "Corporate governance and equity prices". *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 118: pp. 107-155.
- Grossman, S. J., dan O.D. Hart (1980), "Takeover bids, the free-rider problem, and the theory of the corporation". *Bell Journal of Economics*, Vol. 11: pp. 42-54.
- Gordon, M.J. (1959), "Dividen, Earning and Stock Price". *Review of Economics and Statistics*, (May): pp. 99-105.

- Gordon, M.J. (1963), "Optimal Investment and Financing Policy". *Journal of Finance*, pp. 264-272.
- Graham, John R., Roni Michaely, dan Michael R. Roberts (2003), "Do price discreteness and transaction costs affect stock returns? Comparing ex-dividend pricing before and after decimalization". *Journal of Finance*, Vol. 58: pp. 2613-2637.
- Graham, John R., dan Alok Kumar (2006), "Do Dividend Clientles Effect ? Evidence on Dividend Preferences of Retail Investors". *Journal of Finance*, Forthcoming.
- Gray, R.H. (1990), *Corporate Social Reporting by UK Companies: A Cross-Sectional and Longitudinal Study an Interim Report*. Draft/Working Paper.
- Gray, Rob, Reza Kouhy, dan Simon Lavers (1993), "Social and Environmental Reporting by UK Companies: A Longitudinal Study. A Tale of Two Samples. The Construction of a Research Database and An Exploration of the Political Economy Thesis", *Unpublished paper*.
- Gray, R., Kouhy, R., dan Lavers, S. (1995), "Corporate Social and Enviromental Reporting: A Review of Literature and a longitudinal Study of UK Disclosure", *Accounting, Auditing and Accountability Journal*, Vol.8, No.2, pp. 47-76
- Green, Richard C., dan Kristian Rydqvist (1999), "Ex-day behavior with dividend preference and limitations to short-term arbitrage: The case of Swedish lottery bonds". *Journal of Financial Economics*, Vol. 53: pp. 145-187.
- Grinstein, Yaniv, dan Roni Michaely (2005), "Institutional holdings and payout policy", *Journal of Finance*, Forthcoming.
- Grossman, Sanford J., dan Oliver Hart (1982), "Corporate Financial Structure and Managerial Incentives: in J. McCall, ed". *The Economics of Information and Uncertainty*, University of Chicago Press, USA.
- Grossman, S.J. dan Hart, O. (1988), "One share-one vote and the market for corporate control". *Journal of Financial Economics*, Vol. 20: pp. 175-202.
- Grullon, G., R. Michaely, dan B. Swaminathan (2002), "Are Dividend Changes a Sign of Firm Maturity"? *Journal of Business*, Vol. 75: pp. 387-424.

- Grullon, G., R. Michaely, S. Benartzi, dan R.H. Thaler (2005), "Dividend Changes Do Not Signal Changes in Future Profitability". *Journal of Business*, Vol. 78: pp. 1659-1682.
- Gugler, K., dan B. B. Yurtoglu (2003), "Corporate Governance and Dividend Pay-out Policy in Germany". *European Economic Review*, Vol. 47: pp. 731-758.
- Gujarati, I, Damodar N (2003), "*Basic Econometrics*". Fourth Edition, Mc Graw-Hill, Inc.
- Guo, Weiyu, dan Jinlan, Ni (2008), "Institutional Ownership and Firm's Dividend Policy". *Corporate Ownership & Control*. Vol. 5, Issue 2, pp. 128-136
- Guthrie, J. (1982), "Social Accounting in Australia – Social Responsibility Disclosures in the Top 150 Listed Australian Companies, 1980 Annual Reports".
- Guthrie, J., dan L.D. Parker (1990), "Corporate Social Disclosure Practice: A Comparative International Analysis", *Advances in Public Interest Accounting*, Vol. 3, pp. 159-175.
- Hambrick, D.C. (1983). "Some Tests of the Effectiveness and Functional Attributes of Miles and Snow's Strategic Types." *Academy of Management Journal*, Vol. 26, pp. 5–26.
- Hall, M., dan Weiss, L. (1967), "Firms size and profitability". *The Review of Economics and Statistics*. pp. 319–331.
- Hamada, Robert S., dan Myron S. Scholes (1985), "Taxes and corporate financial management, in Edward Altman and Marti Subrahmanyam eds". *Recent Advances in Corporate Finance*, (Richard Irwin, Homewood, IL).
- Haniffa, R.M., dan T.E. Cooke (2005), "The Impact of Culture and Governance on Corporate Social Reporting", *Journal of Accounting and Public Policy* 24, pp. 391-430.
- Hartono J. (2000), An Agency-Cost Explanation for Dividend Payments, *Working Paper*, Gadjah Mada University, pp. 1-22.
- Hair, Joseph F., R.E. Anderson, R.L. Tathan, dan W.C. Black (1998), "*Multivariate Data Analysis with Reading*". Fifth Edition. New Jersey: Prentice –Hall International, Inc.

- Han, K.C., S.H. Lee, dan D.Y. Suk (1999), "Institutional Shareholders and Dividends". *Journal of Financial and Strategic Decision*, Spring, Vol. 12: pp. 53-62.
- Hasnawati Sri (2005), "Pengaruh Keputusan Investasi, Keputusan Pendanaan, dan Kebijakan Deviden Terhadap Nilai Perusahaan Publik", (Di Bursa Efek Jakarta). Disertasi, tidak dipublikasikan. Universitas Padjadjaran Bandung.
- Heiland, E., dan Sykuta, M., (2005), "Who's Monitoring The Monitor? Do Outside Directors Protect Shareholders' Interests"? *CFA Digest*, Vol. 35: pp. 25-26.
- Hermalin, Benjamin E., dan Michael S. Weisbach, (2003), "Board of Directors as an Endogenously Determined Institution: Survey of the Economic Literature". *FRBNY Economic Policy Review*. Vol. 9: pp. 7-26.
- Ho, H. (2003), "Dividend Policies in Australia and Japan". *International Advances in Economic Research*, Vol. 9, No. 2 (May): pp. 91-100.
- Holderness, C.G., dan Sheehan, D.P. (1988), "The role of majority shareholders in publicly held corporations: An exploratory analysis". *Journal of Financial Economics*, Vol. 20: pp. 317-40.
- Holme R, Watts P. (2000). Corporate Social Responsibility: Making good business sense. Geneva: The World Business Council for Sustainable Development.
- Homaifar G, Zietz J., dan Benkato O (1994), "An Empirical Model of Capital Structure: Come New Evidence". *Journal of Business Finance & Accounting*, Vol. 21, No. 1: pp. 1-44.
- Hotchkiss, Edith S., dan Stephen Lawrence (2002), "Empirical evidence on the existence of dividend clienteles". *Working paper*, Department of Finance, Boston College.
- Hotchkiss, Edith S., dan Stephen Lawrence (2007), "Empirical Evidence On The Existence Of Dividend Clienteles". Electronic copy available at: <http://ssrn.com/abstract=1001429>.
- Ibrahim, Haslindar, M. Fazilah Abdul Samad, dan Afizar Amir (2008), "Board Structure and Corporate Performance: Evidence from Public-Listed Family-Ownership in Malaysia". *Working Paper Series*, <http://ssrn.com/abstract=1292182>.
- Imam Ghazali (2005), "*Model Persamaan Struktural, Konsep dan Aplikasi dengan Program Amos Ver.5.0*". Badan Penerbit Universitas Diponegoro.

- Imam, Mahmood Osman dan Malik, Mahfuja, (2007), "Firm Performance and Corporate Governance Through Ownership Structure: Evidence from Bangladesh Stock Market". *International Review of Business Research Papers* Vol. 3 No.4 October 2007 Pp. 88-110.
- Iturriaga, Felix J. Lopez dan Sanz, Juan Antonio Rodriguez (2000), "Ownership Structure, Corporate Value and Firm Investment: A Spanish Firms Simultaneous Equations Analysis". *Direction General de Ensenanza Superior e Investigacion Cientifica*.
- Jain, B. A. dan Omesh Kini (1994), "The Post Issue Operating Performance of IPO Firms". *Journal of Finance*. Vol. 49, No. 5: pp. 1699-1726.
- Javed, Attiya Y., dan Iqbal, Robina, (2007), "Relationship between Corporate Governance Indicators and Firm Value: A Case Study of Karachi Stock Exchange", *MPRA Paper*. No. 2225, <http://mpra.ub.uni-muenchen.de/2225>.
- Jennings, W.W., 2002, Further Evidence on Institutional Ownership and Corporate Value, *Working Paper*, JEL Classification G32 G34 G2, US Air Force Academy.
- Jensen, M. dan W. Meckling (1976), "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency, and Ownership Structure". *Journal of Financial Economics*. Vol. 3. (October): pp. 305-360.
- Jensen dan Murphy (1990), "CEO Incentive – It's not How Much you Pay but How?". *Journal of Applied Corporate Finance*, pp. 36 -49.
- Jensen, Gerald R., Donald P. Solberg, dan Thomas S. Zorn (1992), "Simultaneous Determination of Insider Ownership, Debt, and Dividend Policies". *Journal of Financial and Quantitative Analysis*. Vol. 27: pp. 274-263.
- Jensen, M.C. dan J.B. Warner. 1988. "The Distribution of Power Among Corporate Managers, Shareholders, and Directors". *Journal of Financial Economics*. Vol. 20. pp. 3-24.
- Jensen, M.C. (1993), "The Modern Industrial Revolution, Exit, and the Failure of Internal Control System". *Journal of Finance*, Vol. 48. (July): pp. 831-880.
- Jensen, Michael C. (1986), "Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers", *American Economic Review*. Vol. 76: pp. 23-329.

- Jensen, Michael C., dan Smith, Jr Clifford W. (1994), "*The Modern Theory of Corporate Finance*". Mc Graw – Hill Book Company.
- Jiraporn, Pornsit, dan Yixi Ning (2006), "Dividend Policy, Shareholder Rights, and Corporate Governance". *Journal of Applied Finance* – Fall/winter 2006.
- John, K., dan J. Williams (1985), "Dividends, Dilution, and Taxes: A Signaling Equilibrium," *Journal of Finance*, Vol. 40: pp. 1053-1070.
- Jose, M.L., dan J.L. Stevens (1989), "Capital Market Valuation of Dividend Policy". *Journal of Business Finance & Accounting*, Vol. 16: pp. 651-662.
- Jun, Aelee; David R. Gallagher; dan Graham H. Partington (2006), "An Examination of Institutional Dividend Clienteles: Evidence from Australian Institutional Portfolio Holdings". *JEL. Classification: G35*. Electronic copy available at: <http://ssrn.com/abstract=972413>.
- Kelly, G.J. (1981), "Australian Social Responsibility Disclosure: Some Insights Into Contemporary Measurement", *Accounting and Finance*, pp. 97-107.
- Khanna, Arun, (2007), "Is managerial ownership related to firm value"?, *Working Paper Series*, <http://ssrn.com/abstract=686413>.
- Kang, Jun-Koo, dan Anil Shivdasani (1999), "Alternative Mechanisms for Corporate Governance in Japan: an Analysis of Independent and Bank-Affiliated Firms". *Pacific-Basin Firance Journal*, Vol. 7: pp. 1-22.
- Kangan, Srinivasan (1998), "Earnings Management and the Performance of Seasonal Equity Offerings". *Journal of Financial Economics*. p. 100-122.
- Kao, Lanfeng dan Anlin Chen, (2004), "The Effects of Board Characteristics on Earnings Management". *Corporate Ownership and Control*, Vol. 1, Issue 3: pp. 1-23.
- Keban, Jeremias T. (2000), "Good Governance" dan "Capacity Building" sebagai Indikator Utama dan Fokus Penilaian Kinerja Pemerintahan", *Jurnal Naskah No. 20*. pp. 1-12.
- Khan, Arifur Rahman, Balasingham Balachandran, dan Paul Mather, (2007), "Managerial Share Ownership and Firm Performance: Evidence from Australia". Dept of Accounting and Finance, Monash University: pp. 1-26

- Keasey, K., dan Wright, M. (1997), “*Corporate Governance, Accountability and Enterprise*”. In K. Keasey, S. Thompson and W. Wright (Eds). *Corporate Governance: Responsibilities, Risk and Remuneration*, Singapore: John Wiley and Sons.
- Khang, K., dan T.H. D. King (2006), “Does Dividend Policy Relate to Cross-Sectional Variation in Information Asymmetry? Evidence from Returns to Insider Trades”. *Financial Management*, Vol. 35: pp. 71-94.
- Klapper, Leora. F., dan I. Love. (2002), “Corporate Governance, Investor Protection and Performance in Emerging Market”. *World Bank Working Paper*, <http://ssrn.com>.
- Kim, W., dan E. Sorenson (1986), “Evidence on the Impact of the Agency Cost of Debt on Corporate Debt Policy”. *Journal of Finance and Quantitative Analysis*. Vol 21: pp. 131-144.
- Kiroyan, Noke. 2006. “*Good Corporate Governance (GCG) dan Corporate Social Responsibility (CSR) Adakah Kaitan di Antara Keduanya?*” *Economics Business Accounting Review*. Edisi III. September-Desember: 45 – 58.
- Klein, L.S., J.O.B Thomas., dan Stephen R. Peters (2002), “Debt vs Equity and Asymmetric Information: A Review”. *The Financial Review*. Vol. 37: pp. 317-350.
- Koch, A., dan A. Sun (2004), “Dividend changes and the persistence of past earnings changes”. *Journal of Finance*, Vol. 59: pp. 2093-2116.
- Komite Nasional Kebijakan Corporate Governance Indonesia (2001), “*Pedoman Good Corporate Governance.*”
- Kormendi, R. dan R. Lipe (1987), “Earnings Innovations, Earnings Persistence, and Stock Return”. *Journal of Business*, Vol. 60: pp. 323-345.
- Kowalewski, Oskar; Ivan Stetsyuk; dan Oleksandr Talavera (2007), “Corporate Governance and Dividend Policy in Poland”. *Electronic copy available at: <http://ssrn.com/abstract=986111>*. JEL Classification Codes: G30, G32, G35.
- La Porta R., F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer, dan R. Vishny (2000), “Investor protection and corporate governance”. *Journal of Financial Economics*, Vol. 58, No. 1-2: pp. 3-27.

- Lane Pettet J., Canella A.A., dan Lubatkin M.H., (1988), "Agency Problem As Antecedent to Unrelated Mergers and Diversification: Amihud and Lev Considered", *Strategic Management Journal*, Vol. 19: pp. 555-578.
- Lang, L. H. P., dan R.M. Stulz, dan R.A. Walkling, (1991), A Test of Free Cash Flow Hypothesis: The Case of Bidder Return, *Journal of Financial Economics*, Vol. 29: pp. 315-335.
- Lang, L., E. Ofek, dan R.M. Stulz (1996), "Leverage, Investment and Firm Growth," *Journal of Financial Economics*, Vol. 40: pp. 3-29.
- Lang, L.H.P., R.M. Stulz, dan R.A. Walkling (1991), "A Test of the Free Cash Flow Hypothesis". *Journal of Financial Economics*, Vol. 29: pp. 771-788.
- Lasfer, Meziane, dan Faccio, Mara, (1999), "Managerial Ownership, Board Structure and Firm Value: The UK Evidence". *Working Paper*, <http://ssrn.com/abstract=179008>.
- Lazo, Shirley A (1999), "How Do Corporate Leaders See Payouts? An Important Signals, Survey Finds". *Barrons*, January 4, pp. 40.
- Lee, Sanghoon, (2008), "Ownership Structure and Financial Performance: Evidence from Panel Data of South Korea". *Working Paper*, No: 2008-17. University of Utah.
- Lee, Sang-Mook, dan Keunkwan Ryu (2003), "Management Ownership and Firm's Value: An Empirical Analysis using Panel Data". *Working Paper Series*, <http://ssrn.com/abstract=444420> or DOI: 10.2139/ssrn.444420.
- Lemmon, Michael., dan Karl Lins, (2001), "Ownership Structure, Corporate governance, and Firm Value: Evidence from the East Asian Financial Crisis". *William Davidson Working Paper*, April, pp. 1-33.
- Lewellen, Wilbur G., Stanley, Kenneth L., Lease, Ronald C., dan Schlarbaum, Gary G. (1978), "Some Direct Evidence on the Dividend Clientele Phenomenon". *Journal of Finance*, Vol. 33 (Desember): pp. 1385-1399.
- Li, Kai dan Xinlei Zhao (2007), "Asymmetric Information and Dividend Policy". Electronic copy available at: <http://ssrn.com/abstract=960974>.
- Lindblom, C. 1994. *The implications of organisational legitimacy for corporate social performance and disclosure*, paper presented at the Critical Perspectives on Accounting Conference, New York, N.Y.

- Lintner, J. (1956), "Distribution of Incomes of Corporations among Dividends, Retained Earnings and Taxes". *American Economic Review*, Vol. 46: pp. 97-113.
- Lintner, J. (1962), "Dividends, Earnings, Leverage, Stock, Prices and the Supply of Capital to Corporations". *Review of Economics and Statistics*, Vol. XLIV. No. 3: pp. 243 - 269.
- Lintner, J. (1963), "The Determinants of Corporate Savings". in W. Heller, Ed., *Savings in the Modern Economy*, Minneapolis, MN, University of Minnesota.
- Lipe, R.C. (1986), "The Information Contained in the Components of Earnings". *Journal of Accounting Research*, (Supplement 1986): pp. 37-64.
- Lipton, M., dan Lorsh, J.W., (1992), "A modest proposed for improved corporate governance". *Business Lawyer*, Vol. 48: pp. 59-77.
- Litzenberger, R., dan Ramaswamy, K. (1982), "The Effects of Dividends on Common Stock Prices: Tax Effects of Information Effect?", *Journal of Finance*, Vol. 37, pp. 429-444.
- Liu, Shulian dan Yanhong Hu (2005), "Empirical Analysis of Cash Dividend Payment in Chinese Listed Companies". *Nature and Science*, Vol. 3, No. 1: <http://www.sciencepub.org>.
- Liu, L. P. (2004), "*A Study on the Correlation between Agency Problems of Pledged Stocks Held by the Board and Firm Values*". Unpublished PhD Dissertation, Faculty of Business Administration, National Taipei University, Taiwan.
- Litzenberger, R., dan K. Ramaswamy (1979), "The effects of personal taxes and dividends on capital asset prices: Theory and empirical evidence". *Journal of Financial Economics*, Vol. 7: pp. 163-195.
- Lloyd, W.P., J.S Jahera Jr., dan D.E. Page (1985), "Agency costs and dividend payout ratios". *Quarterly Journal of Business and Economics*, Vol. 24: pp. 19-29.
- Long, John B., Jr. (1978), "The Market Valuation of Cash Dividends: Case to Consider". *Journal of Financial Economics*, Vol. 6: pp. 235-264.

- Long, J.B. Jr. (1977), "Efficient portfolio choice with differential taxation of dividends and capital gains". *Journal of Financial Economics*. Vol. 5, pp. 25-53.
- Lorsch, J.W. (1989), "Pawns or Potentates: The Reality of America's Corporate Board". *Boston Harvard Business School Press*.
- Lumbantobing, Rudolf (2008), "Studi Mengenai Perbedaan Struktur Modal Perusahaan Penanaman Modal Asing dengan Perusahaan Penanaman Modal dalam Negeri yang *Go Public* di Pasar Modal Indonesia". Disertasi, Tidak Dipublikasikan, Universitas Diponegoro (UNDIP) Semarang.
- Lundstrum, Leonard (2005), "Testing The Dividend Signaling Hypothesis: Conditional Event Study Versus Residual Analysis". *JEL classification*, G14, C70.
- Luo, Yadong, J. Justin Tan, dan Neale G. O'connor (2001), "Strategic Response To A Volatile Environment: The Case Of Cross-Cultural Cooperative Ventures". *Asia Pacific Journal of Management*, Vol.18, pp. 7-25.
- Majalah Mix, Oktober (2006), *CSR untuk Kemasalahatan Perusahaan Juga; Bagaimana Seharusnya CSR; dan Indonesia's Leading CSR Companies*, ditulis oleh Tim Redaksi, hlm. 14-26, © Majalah Mix 2006 (Kelompok Majalah SWA).
- Mak, Y.T., dan Yuanto Kusnadi (2004), "Size really matters: further evidence on the negative relationship between board size and firm value". *Working Paper Series*, National University of Singapore - Department of Finance & Accounting.
- Mao, Connie X. (2003), "Interaction of Debt Agency Problems and Optimal Capital Structured: Theory and Evidence". *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 38, No. 2: pp. 399-423.
- Mahadwartha, P.A. (2002a), "Interdependensi antara Kebijakan Pembiayaan dengan Kebijakan Dividen: Perspektif Teori Keagenan". *Jurnal Riset Akuntansi, Manajemen, Ekonomi*, STIE – Yogyakarta: pp. 1-34.
- Mahadwartha, P.A. (2002b), "The Association of Managerial Ownership with Dividend policy and Leverage Policy: A Logit Model". *Proceeding Symposium Surviving Strategies to Cope with The Future*, September 13th, Atmajaya Yogyakarta University, Yogyakarta: 367-377.

- Mahadwartha, P.A., dan J. Hartono (2002), “Uji Teori Keagenan dalam Hubungan Interdependensi antara Kebijakan Hutang dengan Kebijakan Dividen”. *Simposium Nasional Akuntansi*, 6 September, Universitas Diponegoro, Semarang: 1-29.
- Mann, Steven V., dan Neil W. Sicherman (1991), “The Agency Cost of Free cash flow :Acquisition and Equity Issues”. *Journal of Business*, Vol. 64, No. 2: pp. 231– 226.
- Mao, Connie X. (2003), “Interaction of Debt Agency Problem and Optimal Capital Structure: Theory and Evidence”. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 38, No. 2: pp. 399-423.
- Markides, C. (1992), “Consequences of Corporate Refocusing; Ex Ante Evidence”. *Academy Of Management Journal*, Vol. 35. No. 2: pp. 398-412.
- Marcus, M. (1969), “Profitability and size of firm”. *Review of Economics and Statistics*. pp. 104–07.
- Marris, R. (1964), “*The economic theory of managerial capitalism*”. London: Macmillan.
- Martin, John D., Keown, Arthur J., Petty, J. William, dan Scott, Jr., David F. (1994), “*Dasar-Dasar Manajemen Keuangan*”. Edisi Kelima, Raja Grafindo Persada, Jakarta.
- Masulis, Ronald W. (1980), “The Effect of Capital Structure Change on Security Prices: A Study of Exchange Offers”. *Journal of Financial Economics*, Vol. 8, No. 2, June: pp. 139-178
- Matsusaka, John G. (2001), “Corporate Diversification, Value Maximization, and Organizational Capabilities”. *Journal Of Business*, Vol 74, No. 3: pp. 112-134.
- Mayur, Manas, dan Saravanan (2006), “Does The Board Size Really Matter? – An Empirical Investigation On The Indian Banking Sector”. *Working Paper Series*, JEL Classifications: G3.
- Mbodja, M., dan Mukherjee, Tarunk (1994),”An Investigation Into Causality Among Firms’ Dividend, Invesment, & Financing Decision”. *Journal of Financial Research*, pp. 517 – 530.

- Mc. Connell, John J., dan Henri Servaes (1990), "Additional Evidence on Equity Ownership and Corporate Value". *Journal of Financial Economic*, Vol. 27: pp. 610-642.
- Mehar, Ayub (2006), "Corporate Governance and Dividend Policy". Online at [http:// mp.ra.ub.uni-muenchen.de/ 619/](http://mp.ra.ub.uni-muenchen.de/619/). MPRA Paper No. 619, posted 31. October 2006 / 08:22. JEL Classification Number: G30, G35, M41.
- Merchant, Anthony, dan Williams Rockness (1994), "The Ethics of Managing Earnings: An Empirical Investigation". *Journal of Accounting and Public Policy*, Vol. 4: pp. 258-377.
- Michaely, Roni, Richard Thaler, dan Kent L. Womack (1995), "Price reactions to dividend omissions: Overreaction or drift"? *Journal of Finance*, Vol. 50: pp. 573-608.
- Miller, M. H., dan F. Modigliani (1961), "Dividend Policy, Growth, and the Valuation of Shares". *Journal of Business*, Vol. 34: pp. 411-433.
- Miller, Merton H., dan Modigliani, Franco (1983), "Dividend Policy, Growth, and the Valuation of Shares". *Journal of Business*, Vol. 34 (Oktober): pp. 411-433.
- Miller, M., dan M. Scholes (1978), "Dividends and taxes". *Journal of Financial Economics*, Vol. 6: pp. 333-264.
- Miller, M., dan M. Scholes (1982), "Dividends and taxes: empirical evidence". *Journal of Political Economy*, Vol. 90: pp. 1118-1141.
- Miller, M., dan K. Rock (1985), "Dividend Policy under Asymmetric Information". *Journal of Finance*, Vol. 40: pp. 1031-1051.
- Miller, D. dan P.H. Friesen (1983). "Strategy-Making and Environment: The Third Link." *Strategic Management Journal*, Vol. 4, pp. 221-235.
- Milne, M.J., Patten, D.M. (2002), "Securing organisational legitimacy: an experimental decision case examining the impact of environmental disclosures", *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, Vol. 15 No.3, pp. 372-405.
- Mirdah, Andi dan Tenaya, Agus Indra (2005), "Upaya Menghadapi Perubahan Lingkungan Strategis dengan Membangun dan Meraih *Competitive Advantage* melalui *Value Chain Analysis* dan Kemitraan". http://ejournal.unud.ac.id/abstrak/ok_andi%20&%20agus.pdf. pp. 1-18.

- Mitton, Todd (2004), "Corporate Governance and Dividend Policy in Emerging Markets". *JEL Classification*: G35, G34.
- Mizruchi, M. S. (1983), "Who Control Whom? An Examination of the Relation between Management and boards of Directors in Large American Corporation". *Academy of Management Review*, Vol. 8: pp. 426-435.
- Morck, R., dan Shleifer, A., dan Vishny, R.W. (1989), "Alternative mechanism for corporate control". *American Economic Review*, Vol. 79: p. 842-52.
- Moh'd, M. A., L. G. Perry, dan J. N. Rimbey (1995), "An Investigation of the Dynamic Association beetwen Agency Theory and Dividend Policy". *The Financial Review*, Vol. 30, No. 2: pp. 367-385.
- Moh'd, M.A., L.G. Perry, dan J.N. Rimbey (1998), "The Impact of Ownership Structure on Corporate Debt Policy: A Time Series Cross-Sectional Analysis". *The Financial Review*, Vol. 33: pp. 85-99.
- Mollah, A. Sabur, Kevin Keasey, dan Helen Short (2000), "The Influence of Agency Costs on Dividend Policy in an Emerging Market: Evidendce from the Dhaka Stock Exchange". *The Sixth ENBS Workshop* at the University of Olso, Norway.
- Mohanty, Pitabas (1999), "Dividend and Bonus Policies of Indian companies: An Analysis". *Vikalpa*, Vol. 24, No. 4: pp. 35-42.
- Monks, R.A.G., dan N. Minow, (2001), "Corporate Governance, 2nd ed". *Blackwell Publishing*.
- Morck Randall, dan Shleifer and W. Vishy (1988), "Ownership Concentration". *Journal of Financial Economics*, Vol. 20, North Holland: pp. 293-318.
- Morck, R., A. Shleifer, dan R.W. Vishny (1989), "Alternative Mechanism for Corporate Control". *American Economics Review*, Vol. 79: pp. 842-852.
- Morris, Richard D. (1987), "Signaling Agency Theory And Accounting Policy Choice". *Accounting of Business Research*, Vol.18. No. 69: pp. 47-56.
- Moses, Douglas O. (1997), "Income Smooting and Incentives: Empirical Using Accounting Changes". *The Accounting Review*, Vol. LXII, No. 2, April: pp. 259-377.

- Moser, William, dan Andy Puckett (2008), "Dividend Tax Clienteles: Evidence from Tax Law Changes". The Oklahoma State University Research *Symposium and the seminar participants* at the University of Missouri.
- Mueller, Elisabeth, dan Alexandra Spitz, (2006), "Managerial Ownership and Company Performance in German Small and Medium-Sized Private Enterprises". *Working Paper Series*, <http://ssrn.com/abstract=327567> or DOI: 10.2139/ssrn.327567.
- Murphy, Kevin, dan Jerold L. Zimmerman (1993), "Financial Performance Surrounding CEO Turnover". *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 16: pp. 273-316.
- Myers, Stewart C., dan Nicholas S. Majluf (1984), "Corporate Financing and Investment Decision When Firm Have Information That Investor do not Have". *Journal of Financial Economic*, Vol. 13: pp. 419-453.
- Myers, S. C. (2000), "Outside equity". *Journal of Finance*, Vol. 55, No. 3: pp. 1005-1037.
- Nguyen, Hoa, dan Robert Faff (2007), "Impact Of Board Size And Board Diversity On Firm Value: Australian Evidence". *Corporate Ownership & Control*. Vol. 4, Issue 2, 'Winter 2006-2007.
- Naceur, Samy Ben., Mohamed Goaied., dan Amel Belanes (2006), "On The Determinants And Dynamics Of Dividend Policy". *International Review of Finance*, Vol. 6. No. 1-2: pp. 1-23.
- Nayyar, P. R. (1993), "Performmance Effects of Information Asymmetry and Economies of Scope in Diversified Services Firm". *Academy of Management Journal*, Vol. 36, No. 1: pp. 28-57.
- Navissi, F., dan Naiker, V. (2006), "Institutional ownership and corporate value". *Managerial Finance*, Vol. 32, No. 3: pp. 247-256.
- Nissim, D., dan A. Ziv (2001), "Dividend changes and future profitability". *Journal of Finance*. Vol. 56: pp. 2111-2133.
- Norman, Marciano (2008), "Perkembangan Lingkungan Strategis dan Prediksi Ancaman Tahun 2008". Analisa Lingkungan Strategis, Direktorat Jenderal Strategi Pertahanan. <http://strahan.dephan.go.id/ditanlingstra/lingstra.pdf>. pp. 1-11

- Noronha, G.M.; Shome, D.K.; dan Morgeran, G.E. (1996), "The Monitoring Rationale for Dividends and the Interactions of Capital Structure and Dividends Decision". *Journal of Banking and Finance*, April: pp. 439-454.
- Nuryaman, (2008), "Pengaruh Konsentrasi Kepemilikan, Ukuran Perusahaan, dan Mekanisme *Corporate Governance* Terhadap Manajemen Laba". *Simposium Nasional Akuntansi XI*, Surabaya.
- Nyoman Tjager (2003), "*Corporate Governance: Tantangan dan Kesempatan Bagi Komunitas Bisnis Indonesia*". Jakarta: Prenhallindo.
- OECD (2004), "*Principles of Corporate Governance*," Paris, France, OECD Publications Services.
- Ovtcharova, Galina, (2003), "Institutional Ownership And Long-Term Stock Returns", Working Paper Series, <http://ssrn.com/abstract=410560> or DOI: 10.2139/ssrn.410560.
- Pang, Y.H. (1982), "Financial Reporting: Disclosures of Corporate Social Responsibility", *The Chartered Accountant in Australia*, July, 1982, pp. 32-34.
- Papadopoulos, Dimitrios L., dan Dimitrios P. Charalambidis (2007), "Focus on Present Status and Determinants of Dividend Payout Policy: Athens Stock Exchange in Pespective". *Journal of financial Management and Analysis*, Vol. 20, No. 2: pp. 24-37.
- Pathan, Shams, Michael Skully, dan J. Wickramanayake, (2007), "Board Size, Independence and Performance: An Analysis of Thai Banks". *Asia-Pacific Financial Markets*, Vol. 14, No. 3: pp. 211-227.
- Patten, D. (1992), "Intra-Industry Enviromental Disclosure in Response to the Alaska Oil Split: A Note to Legitimacy Theory." *Accounting, Organization and Society*, Vol. 17, No. 5, pp. 471-475
- Pawlina, Grzegorz, dan Luc Renneboog (2005), "Is Invesment-Cash Flow Sensitivity Caused by Agency Costs or Asymmetric Information? Evidence from the U.K". *European Financial Management*, Vol. 11, No. 4: pp. 483-541.

- Peasnell, Ken, Peter Pope, dan Steve Young, (2001), "Board Monitoring and Earnings Management: Do Outside Directors Influence Abnormal Accruals"? *Working Paper*. The Department of Accounting and Finance Lancaster University Management School, Lancaster, UK. <http://www.lums.co.uk/publications>.
- Pérez-González, Francisco (2003), "Large shareholders and dividends: Evidence from U.S. tax reforms". *Working paper*, Columbia University.
- Petit, R. (1972), "Dividend Announcements, Security Performance, and Capital Market Efficiency". *Journal of Finance*, Vol. 27: pp. 993–1007.
- Pettit, Richardson R. (1976), "The Impact of Dividends and Earnings announcements: A Reconciliation". *The Journal of Business*, Vol. 49, No. 1: pp. 86-96.
- Pettit, R Richardson 1977), "Taxes, transaction costs and the clientele effect of taxes". *Journal of Financial Economics*, Vol. V, No. III: pp. 419-436.
- Pohl, M. (2006), "Corporate Culture and Csr – How They Interrelate and Consequences for Successful Implementation", in J. Hennigfeld, M. Pohl and N. Tolhurst (eds.), *The ICCA Handbook on Corporate Social Responsibility* (Wiley, West Sussex), pp. 47–59.
- Porter, G. (1992), "Accounting Announcement, Institutional Investors Concentration and Common Stock Returns". *Journal of Accounting Research*, Vol. 30. No. 1: pp. 146-155.
- Pound, J. (1988), "Proxy contests and the efficiency of shareholder oversight". *Journal of Financial Economics*, Vol. 20: pp. 237-65.
- Pourciau, Susan (1993), "Earnings Management and Non-Routine Executive Changers". *Journal of Accounting Economics*. Vol. 17: pp. 281-308.
- Prasanna, P. Krishna, (2006), "Corporate Governance - Independent Directors and Financial Performance: An Empirical Analysis". *Working Paper*, Indian Institute of Capital Markets 9th Capital Markets Conference Paper.
- Pratana P. Midiastuty, dan Mas'ud Mahfoedz (2003), "*Analisis Hubungan Mekanisme Corporate Governance dan Indikasi Manajemen Laba*". Seminar Nasional Akuntansi VI. pp. 176-199. Surabaya.

- Pruitt, Stephen W., dan Lawrence J. Gitman (1991), "The Interactions between the Investment, Financing, and Dividend Decisions of Major U.S. Firm". *Financial Review*, Vol. 26, No. 3 (August): pp. 409-430.
- Putu Anom Mahadwartha (2003), "Predictability Power of Dividend Policy and Leverage Policy to Managerial Ownership: An Agency Theory Perspective". *Jurnal Ekonomi dan Bisnis Indonesia*, Vol 18, No. 3: pp. 288-297.
- Qureshi, Muhammad Azeem (2006), "System dynamics modelling of firm value". *Journal of Modelling in Management*. Vol. 2, No. 1, pp. 24-39.
- Rajgopal, Shivaram, Mohan Venkatachalam, dan James Jambalvo (1999), "Is Institutional Ownership Associated with Earnings Management. And the Extent to which Stock Prices Reflect Future Earnings"? Working Paper. University of Washington, Seattle. May.
- Rao, R.K.S., dan S.A. White, (1994), The dividend payouts of private firms: Evidence from tax court decisions, *Journal of Financial Research*, Vol. 17, No. 4: pp. 449-464.
- Renneboog, L., dan G. Trojanowski (2005), "Patterns in Payout Policy and Payout Channel Choice of UK Firms in the 1990s". *Finance Working Paper* 070/2005, European Corporate Governance Institute.
- Romano, Roberta (2005), The Sarbanes–Oxley Act and the making of quack corporate governance". *Yale Law Journal*, Vol. 114: pp. 1521–1610.
- Romon, Frédéric (2000), "Contribution of dividend policy stability to the measurement of dividend announcement and ex-dividend effects on the French market". Third draft. *JEL classification codes* : G 35 G 39.
- Ross Stephen A. (1977), "The Determination of Financial Structure: The Incentives Signaling Approach". *Bell Journal of Economics*, Spring: pp. 23-40.
- Rozeff, M. S. (1982), "Growth, Beta, and Agency Costs as Determinants of Dividend Payout Ratios". *Journal of Financial Research*, Vol. 5: pp. 249-259.
- Saunders A., E. Strock and N. Travlos (1990), "Ownership Structure, Deregulation, and Bank Risk Taking". *Journal of Finance*, Vol. 45: pp. 643-654.
- Sayekti, Yosefa (1994), *Corporate Social Responsibility Disclosures: 'State-of-the-Art' in Australia*, Thesis, Unpublished, University of South Australia, Adelaide.

- Scott, William R. (2006), "*Financial Accounting theory*". 4th Edition. Canada Inc: Pearson Education.
- Scholz, John K. (1992), "A direct examination of the dividend clientele hypothesis". *Journal of Public Economics*, Vol. 49: pp. 261-285.
- Seida, Jim A. (2001), "Evidence of tax-clientele-related trading following dividend increases". *Journal of the American Taxation Association*, Vol. 23: pp. 1-21.
- Shahid, Shahira Abdel, (2003), "Does Ownership Structure affect firm Value? Evidence from the Egyptian Stock Market". *Working Paper Series*, <http://ssrn.com/abstract=378580>.
- Shen, Ming-Jian, Chung-Cheng Hsu, dan Ming-Chia Chen (2006), "A Study of Ownership Structures and Firm Values Under Corporate Governance - The Case of Listed and OTC Companies in Taiwan's Finance Industry". *The Journal of American Academy of Business*, Cambridge Vol. 8, No. 1: pp. 184-191.
- Shleifer, Andrei, dan Vishny (1986), "Large Shareholders and Corporate Control". *Journal of Political Economy*, Vol. 94: pp. 461-488.
- Shleifer A., dan Vishny, R. (1991), "Takeovers in the '60s and the 80's and Implication". *Strategic Management Journal*, Vol. 12 (Winter): pp. 51-59.
- Shefrin, Hersh M., dan Meir Statman (1984), "Explaining investor preference for cash dividends". *Journal of Financial Economics*, Vol. 13: pp. 253-282.
- Shefrin, Hersh M., dan Richard H. Thaler (1988), "The behavioral life-cycle hypothesis". *Economic Inquiry*, Vol. 26: pp. 609-643.
- Shleifer, A., dan R.W. Vishny (1997), "A Survey of Corporate Governance." *Journal of Finance*, Vol. 52, No. 2: pp. 737-783.
- Short, H., H. Zhang, dan K. Keasey (2002), "The Link between Dividend Policy and Institutional Ownership." *Journal of Corporate Finance*, Vol. 8: pp. 105-122.
- Sicherman, N. and R. Pettway, 1987, Acquisition of divested assets and shareholder wealth, *Journal of Finance* 42, 1261-1273.

- Sicherman, N. and R. Pettway, 1992, Wealth effects for buyers and sellers of the same divested assets, *Financial Management* 21, 119-128.
- Silveira, Alexandre Di Miceli D., dan Lucas Ayres B. de C. Barros (2007), "Corporate Governance Quality and Firm Value in Brazil". *Working Paper*, http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=923310.
- Skinner, D. (2004), "What do dividends tell us about earnings quality"? *Working paper*, University of Chicago.
- Slovin, Myron B., dan Merie E. Sushka (1993), 'Ownership Concentration, Corporate Control Activity, and Firm Value: Evidence from The Death of Inside Block holder'. *Journal of Finance*, Vol. XLVII, No. 4: pp. 57-84.
- Smith, Jr., Clifford W., dan Ross L. Watts (1992), "The Investment Opportunity Set and Corporate Financing, Dividend, and Compensation Policies". *Journal of Financial Economics*, Vol. 32: pp. 263-292.
- Subramanyam. K. 1996. "The Pricing of Discretionary Accruals" *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 22. No. 2: pp. 249-281.
- Steames, L. B., dan Mizmchi, M. S. (1993), "Board composition and corporate financing: The impact of financial institution representation on borrowing", *Academy of Management Journal*, Vol. 36: pp. 603-618.
- Sterk, W. E., dan Vandenberg, P.A. (1990), "The market valuation of cash dividends and the tax differential theory of dividend policy: a case revisited". *Financial Review*, Vol. 25: pp. 441-445.
- Strebulaev, Ilya A. (2003), "Do Test of Capital Structure Theory Mean What They Say? *Job Market Paper*, London Business School, pp. 1-42.
- Stulz, R. M. (1988), "Managerial control of voting rights. Financing policies and the market for corporate control". *Journal of Financial Economics*, Vol. 20: pp. 25-54.
- Stulz, R. M. (1990), "Managerial discretion and optimal financing policies". *Journal of Financial Economics*, Vol. 26 (July): pp. 3-27.
- Stulz, R. M. (1999), "Globalization of equity markets and the cost of capital". *NBER Working Paper #7021*.
- Sugiyono, (2006), "*Metode Penelitian Bisnis, Edisi Kesembilan*". Penerbit ALFABETA, Bandung.

- Tandelilin, E., dan Wilberforce. T. (2002), "Can Debt and Dividend Policies Substitute Insider Ownership in Controlling Equity Agency Conflict?". *Gadjah Mada International Journal of Business*, January, Vol. 1, No. 1: pp. 31–43.
- Tan, J.J. dan R.J. Litschert (1994). "Environment-Strategy Relationship and Its Performance Implications: An Empirical Study of the Chinese Electronics Industry." *Strategic Management Journal*, Vol. 15, pp. 1–20.
- Tang, Linda (2007), "A Simultaneous Approach to Analyzing the Relation Between Board Structure, Corporate Governance Mechanisms and Performance of Japanese Firms (1989-2001)", *A Thesis Submitted to the College of Graduate Studies and Research in Partial Fulfillment of the Requirements for the Masters of Science*, University of Saskatchewan Saskatoon.
- Teach, Edward (2005), "*The CSR Movement is Picking Up, Sholud You Worry About It?*", CFO Magazine, © CFO Publishing Corporation, 2007.
- Teixeira, Alan M. (2002), "Assessing the Impact of a Change in the Level of Manager Discretion on the informativeness of Earning". *Working Paper*. University of Auckland. September.
- Thaler, Richard H., dan Hersh M. Shefrin (1981), "An economic theory of self-control". *Journal of Political Economy*, Vol. 89: pp. 392–406.
- Tilt, C.A., 1995, "The Infleunce of External Presures Groups on Corporate Social Disclosure: Some Empirical Evidence" *Accounting, Auditing and Accountability Journal*, Vol.14, No.2, pp.47-72
- Tilt, C.A., 2001, "The Contents and Disclosure of Australian Corporate Enviromental Policies", *Accounting, Auditing and Accountability Journal*, Vol.14, No.2, pp.190-212
- Tilt, C.A., dan Syames, C.F, 1999, : *Enviromental Disclosure by Australian Mining Companies: Enviromental Consience or Commercial Reality*", *Accounting Forum*, Vol. 23, June, pp.137-154.
- Trotman, K.T., dan G.W. Bradley (1981), "Associations between Social Responsibility Disclosure and Characteristics of Companies", *Accounting, Organizations and Society*, Vol. 6, No. 4, pp. 355-362.

- Tung, R.L. (1979). "Dimensions of Organizational Environments: An Exploratory Study of Their Impact on Organizational Structure." *Academy of Management Journal*, Vol. 22, pp. 672–693.
- Turnbull (1997), "Corporate Governance: its Scope, Concern and Theories". *Corporate Governance: Scholarly Research and Theory Papers*. Vol.5. No. 4. October: pp.180-205.
- Uddin, Md. Hamid (2003), "Effect of Dividend Announcement on Shareholders' Value: Evidence from Dhaka Stock Exchange". *Working Paper*.
- Utama, Sidharta, dan Cynthia Afriani, (2005), "Praktek Corporate Governance dan Penciptaan Nilai Perusahaan: Studi Empiris di BEJ". *Managemen Usahawan Indonesia*, No. 8 Tahun XXXIV.
- Utama, Siddharta, dan Anton Yulianto Budi Santosa (1998), "Kaitan antara Rasio Price/Book Value dan Imbal Hasil Saham pada Bursa Efek Jakarta". *Jurnal Riset Akuntansi Indonesia*. Vol.1, No.1 (Januari1998): pp. 27-140.
- Van Horne, J.; Wachowicz, J.; Davis, K.; Lawriwsky, M. (1995), "*Financial Management and Policy in Australia, 4th ed*". Sydney: Prentice Hall Australia.
- Van Horne, James dan J. Wachowich (2004), "*Fundamental of Financial Management*". Prentice Hall. England.
- Venkatraman, N. dan J.E. Prescott (1990). "Environment-Strategy Coalignment: An Empirical Test of Its Performance Implications." *Strategic Management Journal*, Vol. 11, pp. 1–23.
- Veronica N.P Siregar, Sylvia dan Siddharta Utama (2005), "Pengaruh Struktur Kepemilikan, Ukuran Perusahaan, dan Praktik Corporate Governance terhadap Pengelolaan Laba". *Simpium Nasional Akuntansi VIII*. Ikatan Akuntan Indonesia.
- Wahidahwati (2002), Kepemilikan Manajerial dan Agency Conflict : Analysis Persamaan Simultan Non Linier dari Kepemilikan Manajerial, Penerimaan Risiko (Risk Taking), Kebijakan Utang dan Kebijakan Dividen". *Simposium Nasional Akuntansi V*. Ikatan Akuntansi Indonesia.
- Walden, W. D., dan Schwartz, B. N. (1997), "Environmental Disclosure and Public Policy Pressure". *Journal of Accounting and Public Policy*, Vol. 16, pp. 125 - 154.

- Walker, M Mark (2000), "Corporate Take Over, Strategic Objectives, and Acquiringn Firm Shareholders Wealth". *Financial Management*, Winter: pp. 36-46.
- Walsh, James P., dan James P. Seward (1990), "On The Efficiency of Internal and External Corporate Control Mechanisms". *Academy of Management Review*, Vol. 15: pp. 421-458.
- Warfield, Terry, John J. Wild, dan Kenneth Wild (1995), "Managerial Ownership, Accounting Choices, and Informativeness of Earning". *Jornal of Accounting and Economics*, Vol. 20. No. 1. July: pp. 61-91.
- Walden, W. D., dan Schwartz, B. N. (1997) Environmental Disclosure and Public Policy Pressure. *Journal of Accounting and Public Policy*, **16**, 125-154.
- Watts, R. (1973), "The Information Content of Dividends". *Journal of Business*, Vol. 46, No. 2: pp. 191-211.
- Watts R., dan J.L. Zimmerman (1986), "*Positive Accounting Theory*". New York: Prentice-Hall.
- Wedari, L.K. (2004), " Analisis Pengaruh Dewan Komisaris dan Keberadaan Komite Audit Terhadap Aktivitas Manajemen Laba". *Makalah SNA VII*. Denpasar. pp. 963-974.
- Wei, Zuobao, Feixue Xie, dan Shaorong Zhang, (2005), "Ownership Structure and Firm Value in China's Privatized Firms: 1991-2001". *Journal Of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 40. No. 1: pp. 363-374.
- Weisbach, M. (1988), "Outside Directors and CEO Turnover". *Journal of Financial Economics*, Vol. 20: pp. 413-460.
- Wernerfelt, B. and A. Karnani (1987). "Competitive Strategy Under Uncertainty." *Strategic Management Journal*, Vol. 8, pp. 187–194.
- Weston J. Fred, dan Brigham Eugene F. (1998), "*Dasar-Dasar Manajemen Keuangan*," Edisi Kesembilan. Penerbit Erlangga, Jakarta.
- Williams, R. J., Fadil, P. A., dan Armstrong, R. W., (2005), "Top management team tenure and corporate illegal activity: The moderating influence of board size". *Journal of Managerial Issues*, Vol. 17: pp. 479-493.
- World Bank (1999), "Corporate Governance: A Framework for Implementation".

- Wright, Peter, dan Ferris, Stephen P. (1997), "Agency Conflict & Corporate Strategy: The Effect of Divestment on Corporate Value". *Strategic Management Journal*. Vol. 18: pp. 77-83.
- Xie, Biao, Wallace N. Davidson dan Peter, J. Dadalt (2003), "Earning Management and Corporate Governance: The Roles Of The Beard and The Audit Committee". *Journal of Corporate Finance*, Vol. 9: pp. 295-316.
- Yeo, Gillan H., Patricia M.S. Tan., Kim Wai Ho, dan Sheng-Syan Chen (2002), "Corporate Ownership Structure and Informativeness of Earnings". *Journal of Business Finance and Accounting*, Vol. 29. No. 7 and 8 September/October: pp. 1023-1046.
- Yermarck, D. (1996), "Higher Market Valuation of a Company with a small board of Directors". *Journal of Financial Economics*. Vol. 40: pp. 185-211.
- Yoon, P., dan L. Starks (1995), " Signaling, investment opportunities, and dividend announcements". *Review of Financial Studies*, Vol. 8, No. 4: pp. 995-1018.
- Young, Beth (2003), "Corporate governance and firm performance: Is there a relationship"? *Ivey Business Journal. Improving The Practice of Management*.
- Zahra, S. A., dan Pearce, J. A., (1989), "Boards of directors and corporate financial performance: A review and integrative model". *Journal of Management*, Vol. 15: pp. 291-334.
- Zeffane, Rachid. (1996). Dynamics of strategic change: critical issues in fostering positive organizational change, *Leadership and Organization Development Journal*, 17 (Number 7), 36-43.